

332.6  
SUS  
a c.1

**ANALISIS REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN  
PERUBAHAN CORE BUSINESS DI BURSA EFEK INDONESIA  
PERIODE JANUARI 1999 - JANUARI 2000**

*TESIS*

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



**Diajukan Oleh :**

**Nama : Elizabeth Maya Susanti**  
**NIM : C4A098144**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2000**

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :  
**ANALISIS REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN  
PERUBAHAN *CORE BUSINESS* DI BURSA EFEK INDONESIA  
PERIODE JANUARI 1999 - JANUARI 2000**

yang disusun oleh Elizabeth Maya Susanti, NIM C4A098144  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 27 November 2000  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

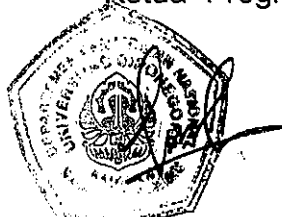
Pembimbing Utama

Drs. H.M. Chabachib, MSi, Akt

Pembimbing Anggota

Drs. Rahardjo, MSi, Akt

Semarang, 27 November 2000  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo



## **SERTIFIKAT**

Saya, *Elizabeth Maya Susanti*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Elizabeth Maya Susanti  
27 November 2000

## Abstract

Since the economic crisis hit Indonesia in the middle of July 1997, a number of companies in Indonesia have difficulties to survive. Moreover, the company, which depends on import raw materials and which its has the burden of overseas debts. It also influences the companies, which is go public in the Jakarta Stock Exchange. This condition was results in the decrease of performance and disadvantage possessed by the company. Restructuring, merger and acquisition constitute the ways, which went through by the company to survive. Even there is a company, which last changes the core business to survive. The purpose of this company with the new investment strategy, which its applied by the company is to locate the company position in the business competition and maximize the stock holder welfare. Core business change constitutes information or raw material fact, which is able to influence company effect value or investor decision.

The main problem in this research is how the reaction of the market to the core business alteration announcement is. If core business alteration gives confidence to the investors with good investment prospect, the core business alteration can give a positive abnormal return. Or it can be stated that published information is categorized as the bad news.

This kind of the research is the event study. The data used this research is historic data. Sample choosing in this research is purposive random sampling method. And the model used in this research is single index market model to find out the abnormal return and average of abnormal return and average of trading volume activity, which is done in Wilcoxon Signed Rank Test.

Based on the research finding result that core business alteration announcement is the good news to investor. It is proved by the existence of positive abnormal return to the third day before core business announcement with significant level 10% and the first day after core business announcement whit significant level 5%. But to answer the 2<sup>nd</sup> hypothesis if there is significant difference to the average of abnormal return before and after core business alteration announcement either 10 days before and 10 days after the core business alteration or 5 days before and 5 days after the core business alteration or even 3 days before and 3 days after the core business alteration. It is due to existence of abnormal return three days before the core business alteration announcement. It means that market has anticipated core business alteration information previously before the announcement was published in Stock Market. Whereas the difference of the average of abnormal return before and after the core business alteration announcement

for each emiten, in fact there is a significant difference in the average of abnormal return before and after the core business alteration announcement to Mandiri Intifinance emiten in the period 10 days before and 10 days after the core business alteration announcement and also 5 days before and 5 days after the core business alteration announcement.

To answer the 3<sup>rd</sup> hypothesis if there is average difference of trading volume activity before and after the core business alteration announcement, in fact there is significant difference of trading volume activity average before and after core business alteration announcement for period 10 days before and 10 days after the core business alteration announcement and also 5 days before and 5 days after the core business alteration announcement either together or each emiten. But for 3 days before and 3 days after the core business alteration announcement there is no significant difference of trading volume activity average.

In general it can be stated that the core business alteration announcement for investor is responded as positive news and can be used as consideration as the investment decision. And if it is seen from stock market reaction speed in absorbing information of core business alteration is slow. The slowness of stock market reaction is due to abundant information either positive information or negative one. Besides investor is more give priority to reality and the seriousness of emiten to change its core business.

## Abstraksi

Semenjak krisis ekonomi melanda Indonesia pada pertengahan Juli 1997, banyak perusahaan-perusahaan di Indonesia mengalami kesulitan untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya. Terlebih-lebih perusahaan yang mempunyai ketergantungan pada bahan baku impor dan yang mempunyai beban hutang luar negeri. Hal ini juga berpengaruh pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta. Kondisi tersebut mengakibatkan penurunan kinerja dan kerugian yang diderita perusahaan tersebut. Restrukturisasi, merger dan akuisisi merupakan jalan yang ditempuh oleh perusahaan dalam mempertahankan kelangsungan kehidupannya. Bahkan ada perusahaan yang akhirnya merubah bisnis inti (*core business*) untuk mempertahankannya. Tujuan dari perusahaan (emiten) ini dengan strategi investasi baru yang diterapkan perusahaan adalah untuk dapat menempatkan posisi perusahaan dalam persaingan bisnis dan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perubahan *core business* adalah merupakan informasi atau fakta material yang dapat mempengaruhi nilai efek perusahaan atau keputusan investasi investor/pemodal.

Permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah bagaimanakah reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan *core business*. Apakah investor akan bereaksi negatif atau positif terhadap pengumuman perubahan *core business* tersebut. Jika perubahan *core business* memberikan kepercayaan bagi investor akan prospek investasi yang baik maka perubahan *core business* itu dapat memberikan *abnormal return* yang positif, atau dapat dikatakan bahwa informasi yang dipublikasikan itu adalah merupakan berita yang baik (*good news*). Begitupun sebaliknya jika perubahan *core business* memberikan kepercayaan bagi investor adalah merupakan prospek investasi yang buruk maka perubahan *core business* itu dapat memberikan *abnormal return* yang negatif. Atau dapat dikatakan bahwa informasi yang dipublikasikan itu adalah merupakan berita yang buruk (*bad news*).

Jenis penelitian ini adalah *event study*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data historis. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive random sampling*. Sedangkan model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *single index market model* untuk mengetahui adanya *abnormal return* dan untuk menguji perbedaan rata-rata *abnormal return* dan rata-rata aktivitas volume perdagangan dilakukan uji Wilcoxon Signed Rank Test.

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa, pengumuman perubahan *core business* merupakan berita yang baik (*good news*) bagi

investor. Hal ini terbukti dengan adanya positif *abnormal return* pada hari ketiga sebelum pengumuman perubahan *core business* (t-3) dengan tingkat signifikansi 10% dan pada hari pertama setelah pengumuman perubahan *core business* (t+1) dengan tingkat signifikansi 5%. Tetapi untuk menjawab hipotesis II, yaitu apakah terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*, ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*, baik 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, maupun 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Hal ini dikarenakan terdapat *abnormal return* tiga hari sebelum pengumuman perubahan *core business*. Yang berarti pasar telah mengantisipasi informasi perubahan *core business* jauh-jauh hari sebelum pengumuman itu dipublikasikan pada pasar. Sedangkan perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business* untuk tiap-tiap emiten, ternyata terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business* untuk emiten Mandiri Intifinance untuk periode 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business* dan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*.

Untuk menjawab hipotesis III, yaitu apakah terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*, ternyata terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*, untuk periode 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business* dan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, baik secara bersama-sama maupun per emiten. Tetapi untuk periode 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core* tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata aktivitas volume perdagangan.

Secara umum dapat dikatakan bahwa pengumuman perubahan *core business* bagi investor direspon sebagai berita yang positif dan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan investor sebagai keputusan investasi. Dan jika dilihat dari kecepatan reaksi pasar modal dalam menyerap informasi perubahan *core business* adalah lambat. Keterlambatan reaksi pasar modal ini disebabkan banyaknya informasi yang berlebihan, baik informasi yang positif maupun informasi yang negatif. Selain itu investor lebih mementingkan realita dan kesungguhan emiten untuk merubah *core business*-nya.

## KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Pengasih atas kasih karunia yang telah dilimpahkan-Nya sehingga memungkinkan terselesainya penulisan tesis ini.

Dalam penyusunan tesis ini tidak sedikit hambatan yang penulis temui, tetapi berkat bimbingan dan bantuan dari berbagai pihak akhirnya dapat terselesaikan pula tesis ini. Oleh karena itu pada kesempatan ini perkenankanlah penulis menyampaikan rasa terima kasih dan penghargaan yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Drs. H.M. Chabachib, MSi, Akt selaku dosen pembimbing utama yang telah memberikan saran, kritik, komentar serta bimbingannya sehingga tesis ini dapat terselesaikan.
2. Bapak Drs. Rahardjo, MSi, Akt selaku pembimbing kedua yang telah memberikan pula saran, kritik, komentar serta bimbingannya sehingga tesis ini dapat terselesaikan.
3. Staf pengajar MM-UNDIP yang telah banyak membantu dan membimbing terutama pada saat penulis mengalami kesulitan-kesulitan dalam studi.
4. Pegawai Administrasi di lingkungan Magister Manajemen UNDIP.
5. Keluarga di rumah yang telah memperhatikan kehidupan dan studi penulis serta memberikan dorongan baik berupa moril maupun materiil.



6. Sahabat-sahabatku Otik, Yuana, Arif dan Heni yang telah memberikan bantuan dan motivasi dalam pembuatan tesis, serta memberikan penghiburan dan pengharapan di kala penulis sedang kesulitan.
7. Teman-teman sebangkunan Bu Enni dan Tanti yang telah banyak memberikan masukan-masukan dan juga penghiburan.
8. Terima kasih juga kepada semua teman-temanku yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan, semoga Tuhan Yang Maha Pengasih akan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara-saudara sakalian.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna, untuk itu dengan kebesaran hati penulis akan menerima segala bentuk kritik maupun saran yang diberikan oleh siapapun demi perbaikan dan pengembangan di masa-masa mendatang.

Akhirnya, dengan penuh rasa syukur, bangga dan bahagia penulis mempersembahkan tesis ini, dan teriring sebuah harapan semoga bermanfaat bagi pembaca sekalian.

Semarang, November 2000

Penulis

# DAFTAR ISI

	Hal
ABSTRACT .....	i
ABSTRAKSI .....	iii
KATA PENGANTAR .....	v
DAFTAR ISI .....	vii
DAFTAR TABEL .....	x
DAFTAR GAMBAR .....	xi
DAFTAR LAMPIRAN .....	xii
 <b>BAB I . PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Perumusan Masalah .....	6
1.3. Bantasan Masalah .....	7
1.4. Tujuan Penelitian .....	8
1.5. Kegunaan Penelitian .....	8
1.6. Sistematika Penelitian .....	9
 <b>BAB II . TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS</b>	
2.1. Pasar Modal .....	10
2.2. Hubungan Antara Teori Pasar Modal (Model Ekuilibrium) dengan Konsep Efisiensi Pasar .....	14
2.3. Definisi Efisiensi Pasar .....	15
2.3.1. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Nilai Intrinsik ....	15
2.3.2. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Akurasi dari Ekspektasi Harga .....	16
2.3.3. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Distribusi Informasi .....	17
2.3.4. Definisi Efisiensi Pasar Didasarkan Pada Proses Dinamik .....	20
2.4. Efficient Market Hypothesis .....	25
2.5. Studi Peristiwa .....	26
2.6. Aktivitas Volume Perdagangan ( <i>Trading Volume Activity</i> ) ...	28
2.7. <i>Abnormal Return</i> dan <i>Expected Return</i> .....	29
2.8. Perubahan <i>Core Business</i> .....	30
2.9. Penelitian Terdahulu .....	31

2.10. Kerangka Pikir Teoritis .....	34
2.11. Hipotesis .....	35
2.12. Definisi Operasional Variabel .....	36
<b>BAB III. METODELOGI PENELITIAN</b>	
3.1. Jenis Penelitian .....	37
3.2. Jenis dan Sumber Data .....	37
3.3. Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel .....	38
3.4. Metode Pengumpulan Data .....	39
3.5. Teknik Analisis .....	39
3.5.1. Identifikasi Peristiwa .....	39
3.5.2. Langkah-langkah Pengolahan Data .....	42
3.5.2.1. Menghitung Periode pengamatan 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	42
3.5.2.2. Menghitung Periode pengamatan 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> .....	46
3.5.2.3. Menghitung Periode pengamatan 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> .....	46
<b>BAB IV. GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN</b>	
4.1. BUMI MODERN .....	47
4.2. Asuransi LIPPO LIFE .....	49
4.3. MANDIRI INTIFINANCE .....	51
<b>BAB V. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN</b>	
5.1. Pengujian Hipotesis I .....	54
5.1.1. Periode Pengamatan 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	54
5.1.2. Periode Pengamatan 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	58
5.1.3. Periode Pengamatan 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	62
5.2. Pengujian Hipotesis II .....	66
5.2.1. Periode Pengamatan 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	67
5.2.2. Periode Pengamatan 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	69
5.2.3. Periode Pengamatan 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	71

5.3. Pengujian Hipotesis III .....	73
5.3.1. Periode Pengamatan 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	74
5.3.2. Periode Pengamatan 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	77
5.3.3. Periode Pengamatan 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ...	79
5.4. Implikasi Manajemen .....	81
<b>BAB VI. KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
6.1. Kesimpulan .....	83
6.2. Saran .....	86
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>88</b>
<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN .....</b>	<b>91</b>
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP PENYUSUN .....</b>	<b>126</b>

## DAFTAR GAMBAR

Gambar	halaman
2.1. Kecepatan Penyesuaian Harga Sekuritas Karena Informasi Didistribusikan .....	21
2.2. Kandungan Informasi Suatu Pengumuman .....	27
2.3. Efisiensi Pasar Secara Informasi .....	28
2.4. Kerangka Pikir Teoritis .....	35
3.1. Periode Waktu Penelitian (Periode Estimasi Selama 100 hari dan Periode Peristiwa Selama 21 hari) .....	40
3.2. Periode Waktu Penelitian (Periode Estimasi Selama 105 hari dan Periode Peristiwa Selama 11 hari) .....	41
3.3. Periode Waktu Penelitian (Periode Estimasi Selama 107 hari dan Periode Peristiwa Selama 7 hari) .....	42
5.1. Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Periode 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> .....	56
5.2. Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ....	60
5.3. Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Periode 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan <i>Core Business</i> ....	63

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	halaman
1. Langkah-langkah Pengolahan Data Untuk Pengujian Hipotesis 1 .....	91
2. Wilcoxon Signed RanksTest untuk rata-rata <i>abnormal return</i> .....	101
3. Perhitungan Aktivitas Volume Perdagangan.....	113
4. Wilcoxon Signed RanksTest untuk rata-rata aktivitas volume perdagangan .....	114

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Krisis ekonomi yang melanda Indonesia dan kawasan Asia dimulai sejak bulan Juli 1997. Krisis ekonomi ini dirasakan oleh Indonesia jauh lebih berat dibandingkan daripada kawasan lain di Asia. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor yang memperburuk perekonomian di Indonesia, yaitu landasan fundamental perekonomian Indonesia yang rapuh dan merosotnya nilai rupiah terhadap dollar Amerika (US\$). Pada akhir bulan Juli 1997 harga satu dollar Amerika (US\$) adalah sekitar Rp 2.400,00 dan harga ini melonjak menjadi sekitar Rp 8.000,00 pada akhir tahun 1997, atau naik sebesar 350% selama enam bulan. Akibat krisis ekonomi, perusahaan yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta mengalami penurunan kinerjanya. Hal ini disebabkan oleh banyak faktor, pertama, perusahaan yang *go-public* pada umumnya menggunakan unsur elemen impor pada bahan bakunya; kedua, hampir seluruh perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta mempunyai hutang dalam bentuk dollar Amerika; ketiga, kebanyakan perusahaan besar di Indonesia memperoleh proteksi dari pemerintah, sehingga memungkinkan bagi perusahaan tersebut hanya dapat berkembang karena faktor proteksi dari pemerintah bukan karena persaingan yang sehat.

UPT-PUSTAKA-UNDIP

Merosotnya nilai rupiah terhadap dollar, lamanya perusahaan-perusahaan terproteksi dan besarnya hutang luar negeri menyebabkan perusahaan tersebut mengalami penurunan kinerjanya. Penurunan kinerja itu dapat dilihat dengan kerugian yang ditanggung oleh perusahaan (emiten) tersebut. Banyak jalan yang ditempuh oleh perusahaan-perusahaan tersebut untuk mengurangi kerugian, misalnya dengan restrukturisasi, merger, akuisisi dan bahkan ada yang merubah bisnis inti (*core business*). Tujuan dari perusahaan (emiten) ini adalah harapan untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang, walaupun dengan mengorbankan keuntungan jangka pendeknya (karena kebutuhan perusahaan sekarang akan investasi cukup besar), sehingga diharapkan di masa yang akan datang dapat menerima keuntungan. Hal ini sesuai dengan dengan teori "*value of the firm*" yang dikemukakan oleh Dominick Salvatore (1989) dalam bukunya *Managerial Economics*, bahwa dengan adanya investasi baru ini adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang sahamnya (*maximization wealth of stockholder*) dan maksimisasi nilai perusahaan. Maksimisasi nilai perusahaan dapat diukur dengan harga pasar yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi harga saham di pasar modal akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Maksud dari penelitian ini ingin mengungkap reaksi pasar modal Indonesia terhadap emiten yang mengumumkan perubahan bisnis intinya (*core business*), apakah investor akan bereaksi negatif atau positif terhadap



pengumuman perubahan bisnis inti tersebut. Perusahaan (emiten) yang merubah bisnis intinya (*core business*) telah menderita kerugian akibat krisis ekonomi adalah sebagai berikut :

**Tabel 1.1. Perusahaan-Perusahaan (Emiten) Yang Merubah *Core Business***

Nama Emiten	Bisnis Lama	Bisnis Baru	Nama Baru Emiten
Bumi Modern	Pariwisata	Perminyakan	Bumi Modern
Asuransi Lippo Life	Asuransi	Cyber Internet	Lippo e-Net
Mandiri Intifinance	Multi Finance	Investasi	Siwani Trimitra
Artha Graha Investama	Ritel	Cyber Internet	AGIS
Transindo Multiprima	Distribusi	DistribusiRokok	Bentoel Internasional Investama

Sumber : Malajah Investor No 19 Tahun II April 2000

Harian Bisnis Indonesia 11 Februari 2000, 22 Februari 2000, 8 Maret 2000, 1 Mei 2000

BEJ(Hasil RUPS PT. Mandiri Intifinance Tbk, No. Peng-30/BEJ/R/03-2000, Pengumuman No.Peng-65/BEJ-PEM/04-2000)

Perusahaan (emiten) yang merubah *core business* ini kemudian dipilih menjadi sampel adalah emiten yang disekitar periode pengamatannya tidak melakukan *corporate action* lainnya yang diperkirakan akan mempengaruhi *return* saham dan emiten yang aktif diperdagangkan. Dari kelima emiten tersebut yang dipilih adalah Bumi Modern, Asuransi Lippo Life dan Mandiri Intifinance.

Pengumuman perubahan bisnis inti (*core business*) bagi para investor adalah merupakan informasi yang penting untuk investasi pada perusahaan yang bersangkutan. Apakah informasi itu diharapkan bagi investor dapat memberikan penghasilan yang lebih baik atau tidak. Jika perubahan bisnis inti (*core business*) dapat memberi kepercayaan bagi investor dapat

memberikan prospek investasi yang baik maka perubahan bisnis inti itu dapat memberikan *abnormal return* yang positif, atau dapat dikatakan bahwa informasi yang dipublikasikan itu (pengumuman perubahan *core business*) adalah merupakan berita yang baik (*good news*). Tetapi sebaliknya jika perubahan bisnis inti (*core business*) itu bagi investor mempunyai kepercayaan adanya prospek investasi yang buruk maka pelaksanaan perubahan bisnis inti itu dapat memberikan *abnormal return* yang negatif atau dapat dikatakan bahwa informasi yang dipublikasikan itu (pengumuman perubahan *core business*) adalah merupakan berita yang buruk (*bad news*).

Penelitian yang dilakukan oleh Bickley dan Van Drunen (1990) menemukan reaksi pasar yang negatif signifikan terhadap pengumuman likuidasi. Mereka berkesimpulan bahwa reaksi pasar yang negatif tersebut disebabkan kandungan informasi dari pengumuman likuidasi itu mempunyai prospek yang tidak menguntungkan. Penelitian yang dilakukan oleh Statman dan Sepe's (1989) menemukan reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman penghentian suatu proyek atau usaha bisnis, jika tujuan dari penghentian dari suatu proyek atau usaha bisnis itu adalah untuk mendapatkan kesempatan investasi yang lebih baik atau menjanjikan atau dengan kata lain keputusan yang diambil adalah mengganti usaha bisnis yang tidak menguntungkan ke usaha bisnis yang lebih menguntungkan /menjanjikan.

Tabel 1.2. Data Harga Saham Emiten yang Melakukan Perubahan *Core Business*

(dalam Rupiah)

Hari Ke	NAMA EMITEN		
	BUMI	LPLI	MITI
-5	175	425	725
-4	175	450	725
-3	250	475	775
-2	250	475	900
-1	275	450	975
Rata-rata	225	455	820
0	300	450	1375
1	350	675	1325
2	350	800	1375
3	300	950	1325
4	275	700	1350
5	225	725	1325
Rata-rata	300	770	1340

Sumber : BEJ dan harian Bisnis Indonesia

Keterangan :

t = 0 adalah hari pada saat emiten mengumumkan perubahan *core business*.

t = 0 BUMI pada tanggal 23 Desember 1999

t = 0 LPLI pada tanggal 6 Januari 2000

t = 0 MITI pada tanggal 20 Januari 2000

Tabel 1.2. diatas mengenai harga saham masing-masing emiten yang merubah bisnis inti (*core business*) menyebutkan bahwa rata-rata harga saham emiten yang merubah bisnis inti tersebut saat pengumuman perubahan *core business* (t = 0) untuk emiten Asuransi Lippo Life (LPLI) lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata harga saham sebelum dan sesudah perubahan *core business*. Tetapi rata-rata harga saham untuk emiten Mandiri Intifinance (MITI) saat pengumuman perubahan *core business* (t = 0) adalah

lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata harga saham sesudah dan sebelum perubahan *core business*. Kemudian rata-rata harga saham untuk emiten Bumi Modern (BUMI) sebelum pengumuman lebih rendah dibandingkan dengan saat pengumuman perubahan *core business* akan tetapi rata-rata harga saham saat pengumuman *core business* ( $t = 0$ ) adalah sama dengan rata-rata harga saham setelah pengumuman perubahan *core business*.

Atas dasar uraian diatas, maka menarik untuk dikaji bagaimana reaksi pasar terhadap perubahan bisnis inti (*core business*) di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan *event study* yang berkaitan antara perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta dengan peristiwa pengumuman perubahan *core business*. Maka judul dalam penelitian ini adalah **“Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Perubahan Core Business Di Bursa Efek Indonesia Periode Januari 1999 – Januari 2000”**.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan diatas maka masalah utama yang dijadikan pokok bahasan dalam penulisan ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah pengumuman perubahan *core business* menghasilkan *abnormal return* bagi investor ?

2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman perubahan *core business* dengan rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman perubahan *core business* ?
3. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman perubahan *core business* dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan sesudah pengumuman perubahan *core business* ?

### 1.3. Batasan Masalah

Agar penelitian ini lebih terarah, maka perlu adanya beberapa batasan masalah dalam penelitian meliputi :

1. Bursa saham yang diteliti adalah Bursa Efek Jakarta. Pemilihan Bursa Efek Jakarta sebagai obyek penelitian karena merupakan bursa tertua dan terbesar di Indonesia.
2. Perusahaan (emiten) yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang hanya melakukan perubahan *core business* saja dan tidak diikuti oleh kejadian lain yang diperkirakan akan mempengaruhi *return* saham.
3. Emiten yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan tidak masuk dalam pengamatan, karena akan mengganggu proses analisis.

#### 1.4. Tujuan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian mengenai reaksi pasar modal terhadap pengumuman perubahan *core business* yang diproksikan dengan *abnormal return* dan *trading volume activity* di Bursa Efek Jakarta. Sesuai dengan latar belakang masalah dan perumusan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah pengumuman perubahan *core business* menghasilkan *abnormal return* bagi investor.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman perubahan *core business* dengan rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman perubahan *core business*.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman perubahan *core business* dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan sesudah pengumuman perubahan *core business*.

#### 1.5. Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan khususnya mengenai reaksi pasar modal terhadap perubahan *core business*. Adapun kegunaan penelitian ini adalah :

1. Sebagai bahan informasi bagi emiten dalam melakukan pengambilan keputusan investasi perusahaan, terutama perubahan *core business*.
2. Sebagai bahan informasi dan pertimbangan bagi investor atau calon investor dalam melakukan investasinya, khususnya pada perusahaan yang melakukan perubahan *core business*.

### 1.6. Sistematika Penulisan

Pembahasan dalam penelitian ini dibagi menjadi enam bab dengan sistematika sebagai berikut :

- Bab I Pendahuluan. Bab ini berisi tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, masalah penelitian dan sistematika penulisan.
- Bab II Telaah Pustaka dan Hipotesis. Bab ini membahas tentang pasar modal, hubungan antara teori pasar modal (model ekuilibrium) dengan konsep efisiensi pasar, definisi efisiensi pasar, *efficient market hypothesis*, aktivitas volume perdagangan, *abnormal return* dan *expected return*, perubahan *core business*, penelitian terdahulu kerangka pikir teoritis, hipotesis dan definisi operasional variabel.
- Bab III Metodologi Penelitian. Bab ini membahas tentang jenis penelitian, jenis dan sumber data, sampel dan teknik pengambilan sampel, metode pengumpulan data dan teknik analisis

Bab IV Gambaran Umum Perusahaan. Bab ini menguraikan secara singkat gambaran umum dari emiten yang dijadikan sampel penelitian.

Bab V Hasil dan Pembahasan Penelitian. Bab ini membahas tentang pengujian hipotesis I, pengujian hipotesis II, pengujian hipotesis III dan implikasi manajemen.

Bab VI Kesimpulan dan Saran. Bab ini berisi kesimpulan dan saran atas hasil yang diperoleh.



## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS**

#### **2.1. Pasar Modal**

Menurut Suad Husnan (1994) pasar modal didefinisikan sebagai suatu pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authotities*) maupun perusahaan swasta. Dengan demikian pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan (*financial market*). Dalam pasar keuangan diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri, baik dana jangka pendek maupun jangka panjang, baik *negotiable* atau pun tidak. Sedangkan menurut Keppres No. 60 tahun 1998, pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawaran dan permintaan dana jangka panjang dalam bentuk efek. Berdasarkan dua pengertian pasar modal diatas, dapat disimpulkan bahwa :

1. Pasar modal merupakan pasar dalam pengertian abstrak, sedangkan dalam bentuk konkritnya adalah bursa saham efek/ *stock exchange*.
2. Komoditas yang diperdagangkan adalah surat berharga jangka panjang yang dapat diklasifikasikan menjadi 3 kelompok yaitu :

- a) saham merupakan bukti penyertaan modal/ kepemilikan pada suatu perusahaan, imbalannya berupa deviden.
  - b) Obligasi merupakan bukti hutang dari perusahaan yang mengeluarkannya, imbalannya berupa bunga.
  - c) Sekuritas lainnya, sering disebut sekuritas hutang seperti *right, warranty, option, future dan forward*.
3. Surat berharga yang diperdagangkan adalah surat berharga yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk PT (Perseroan Terbatas), baik swasta maupun pemerintah.

Penjualan saham dan sekuritas lainnya kepada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara sesuai dengan jenis / bentuk pasar modal. Terdapat empat jenis atau bentuk pasar modal yaitu (Francis, 1986) :

1. *Primary market* (pasar perdana) yaitu pasar modal dimana saham dan sekuritas lainnya dijual pertama kali (penawaran umum) sebelum saham dan sekuritas tersebut dicatatkan di bursa. Harga saham di pasar perdana ini ditentukan oleh penjamin emisi (*underwriter*) dan perusahaan yang *go public* (emiten) berdasarkan faktor-faktor fundamental perusahaan yang bersangkutan. Penjamin emisi (*underwriter*) berperan disamping menentukan harga saham juga melaksanakan proses penjualannya. Berdasarkan tanggungjawabnya dalam membayar nilai saham selama masa penawaran umum, penjamin emisi (*underwriter*) dikelompokkan menjadi :

- a. *Full commitment*. Penjamin emisi akan membeli dan membayar seluruh nilai saham yang diterbitkan emiten walaupun tidak semua saham dapat terjual.
  - b. *Best effort*. Penjamin emisi hanya membayar nilai saham terbesar yang terjual selama masa penjualan pertama kali.
2. *Secondary market* (pasar sekunder) adalah pasar modal dimana saham dan sekuritas lainnya diperjualbelikan kepada umum setelah masa penjualan di pasar perdana. Harga saham di pasar ini ditentukan oleh permintaan dan penawaran yang dipengaruhi berbagai faktor baik intern dari emiten maupun ekstern. Faktor intern misalnya kebijakan *earning per share* ataupun kebijakan deviden. Sedangkan faktor ekstern seperti kebijakan moneter dan inflasi. Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya merupakan contoh pasar sekunder.
3. *Third market* (pasar ketiga) adalah pasar modal dimana saham dan sekuritas diperdagangkan diluar bursa efek. Pasar modal ini disebut pula *Over The Counter Market* atau di Indonesia disebut Bursa Paralel. Dalam pasar ini pedagang efek / perantara pedagang efek mempunyai peran dalam menentukan harga. Di Indonesia bursa paralel ada di Jakarta dan dikelola oleh Perserikatan Uang dan Efek.
4. *Fourth market* (pasar keempat) adalah pasar perdagangan saham antar investor atau antar pemegang saham tanpa melalui pialang / perantara

pedagang efek. Perdagangan saham dalam pasar ini umumnya dilaksanakan dalam jumlah besar.

## **2.2. Hubungan Antara Teori Pasar Modal (Model Ekuilibrium) dengan Konsep Efisiensi Pasar**

Dalam pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh tawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan konsensus bersama antara semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru.

Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Dengan demikian ada hubungan antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan ekuilibrium dengan konsep market efisien yang mencoba menjelaskan

bagaimana pasar memproses informasi untuk menuju ke posisi ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia.

### 2.3. Definisi Efisiensi Pasar

Secara umum efisiensi pasar (*market efficiency*) didefinisikan oleh Beaver (1989) dalam Jogiyanto (1998) sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Secara detail efisiensi pasar dapat didefinisikan dalam beberapa macam definisi, yaitu : (1) definisi efisiensi pasar didasarkan pada nilai intrinsik sekuritas, (2) definisi efisiensi pasar didasarkan pada akurasi dari harga sekuritas (Fama 1970) dalam Jogiyanto (1998), (3) definisi efisiensi pasar didasarkan pada distribusi dari informasinya (Beaver 1989) dalam Jogiyanto (1998) dan (4) definisi efisiensi pasar didasarkan pada proses dinamik (Jones 1995) dalam Jogiyanto (1998).

#### 2.3.1. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Nilai Intrinsik Sekuritas

Konsep awal dari efisiensi pasar yang berhubungan dengan informasi laporan keuangan berasal dari praktek analisis sekuritas yang mencoba menemukan sekuritas-sekuritas dengan harga yang kurang benar (*mispriced*). Sekuritas-sekuritas yang dihargai kurang benar (*mispriced*) merupakan sekuritas-sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai

intrinsiknya atau nilai fundamentalnya. Untuk konteks seperti ini, maka efisiensi pasar (*market efficiency*) diukur seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya (Beaver, 1989). Dengan demikian suatu pasar yang efisien menurut konsep ini dapat didefinisikan sebagai pasar yang nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai-nilai instrinsiknya.

Perkembangan konsep efisiensi pasar selanjutnya tampaknya tidak berpegangan pada konsep nilai intrinsik. Konsep efisiensi pasar lebih menjurus ke aspek akurasi dari return ekspektasi investor, ketersediaan informasi dan kecepatan pasar menyerap informasi tersebut.

### **2.3.2. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Akurasi dari Ekspektasi Harga**

Menurut Fama (1970) dalam Jogiyanto (1998) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai berikut :

Suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas "mencerminkan secara penuh" informasi yang tersedia (*a security market is efficient if security prices "fully reflect" the information available*).

Definisi dari Fama ini menekankan pada dua aspek, yaitu "*fully reflect*" dan "*information available*". Pengertian dari "*fully reflect*" menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Pasar dikatakan efisien menurut versi Fama ini jika dengan menggunakan informasi

yang tersedia (*information available*), investor-investor secara akurat dapat mengekspektasikan harga dari sekuritas bersangkutan.

Fama menyadari bahwa definisinya sulit dibuktikan secara empiris, karena itu dibutuhkan suatu *benchmark* yang menunjukkan akurasi dari ekspektasi harga semua investor. Fama mencoba memformalkan definisinya dengan mendefinisikan suatu fungsi dari harga-harga dimasa datang yang tergantung dari set informasi yang tersedia di periode sekarang. Fungsi dari harga dari harga-harga di masa mendatang akibat informasi yang tersedia menjadi *benchmark* yang kemudian dibandingkan dengan fungsi harga-harga di masa datang yang terjadi karena informasi yang benar-benar digunakan di pasar. Perbedaan harga dari kedua fungsi tersebut dianggap sebagai pasar yang tidak efisien. Fama mengusulkan dibutuhkan suatu model ekuilibrium untuk menentukan fungsi harga-harga di masa datang akibat informasi sekarang. Dengan demikian hasil uji empiris ini menjadi uji gabungan antara model ekuilibrium yang digunakan (misalnya CAPM) dengan efisiensi pasar. Tanpa adanya model ekuilibrium ini, maka hipotesa pasar efisien (*efficient market hypothesis*) tidak dapat diuji.

### 2.3.3. Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Distribusi Informasi

Beaver (1989) dalam Jogiyanto (1998) memberikan definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada distribusi informasi sebagai berikut :

Pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati informasi tersebut (*The market is efficient with respect to some specified information system, if and only if security prices act as if everyone observes the information systems*).

Definisi ini secara implisit mengatakan bahwa jika setiap orang mengamati suatu sistem informasi yang menghasilkan informasi, maka setiap orang dianggap mendapatkan informasi yang sama. Beaver berargumentasi bahwa jika harga-harga sekuritas mempunyai properti seperti yang didefinisikannya, maka harga-harga tersebut dikatakan *fully reflect* terhadap informasi yang tersedia. Definisi Beaver ini mempunyai arti bahwa pasar dikatakan efisien terhadap satu set informasi yang spesifik (dihasilkan dari suatu sistem informasi) jika harga yang terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut. Harga yang terjadi di pasar yang efisien ini disebut dengan "*full-information price*."

Sesuatu yang menarik dari definisi ini adalah bahwa jika semua orang sudah mendapatkan set informasi yang sama, maka secara definisi dikatakan bahwa pasar adalah efisien. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa efisiensi pasar bentuk lemah (semua informasi masa lalu yang tersedia) dan bentuk setengah kuat (informasi yang baru dipublikasikan) selalu terjadi, karena anggapannya informasi tersebut telah didistribusikan dan tersedia untuk publik. Akan tetapi, Beaver berargumentasi lagi bahwa walaupun informasi secara publik tersedia, tetapi terdapat biaya untuk memperoleh



informasi tersebut. Oleh karena itu, informasi yang disebarkan mungkin hanya diterima oleh sebagian dari investor saja. Dan pasar yang tidak efisien menurut Beaver dapat saja terjadi.

Definisi dari Beaver juga masih menimbulkan masalah dalam hal pengujian pasar yang efisien tersebut. Untuk menguji pasar yang efisien, maka masih dibutuhkan suatu ukuran pembanding (*benchmark*). *Benchmark* yang digunakan adalah return normal yang seharusnya diperoleh oleh pelaku pasar. Return hasil dari informasi kemudian dibandingkan dengan return normal menurut *benchmark*. Jika hasilnya tidak menyimpang berarti pasar sudah efisien dan sebaliknya jika hasilnya menyimpang, maka pasar dikatakan tidak efisien. Dengan demikian definisi Beaver ini juga membutuhkan sebuah model untuk menghitung return normal *benchmark* tersebut. Model CAPM atau model pasar berdasarkan model indeks tunggal dapat digunakan untuk menghitung return normal tersebut. Return normal menurut *benchmark* kemudian dibandingkan dengan return sesungguhnya ihasil dari distribusi informasi yang diterima oleh investor. Selisih dari return normal dengan return sesungguhnya ini merupakan return yang tidak normal (*abnormal return*) atau disebut juga dengan return yang berlebihan (*excessive return*). Dengan demikian untuk pasar yang efisien menurut Beaver ini, investor tidak akan menikmati *abnormal return* atau *excessive return*.

#### 2.3.4. Definisi Efisiensi Pasar Didasarkan pada Proses Dinamik

Definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris tersebut. Definisi yang didasarkan pada proses yang dinamik ini menekankan pada kecepatan penyebaran informasi yang tidak simetris. Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi ini dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetris, yaitu setiap orang memiliki informasi ini.

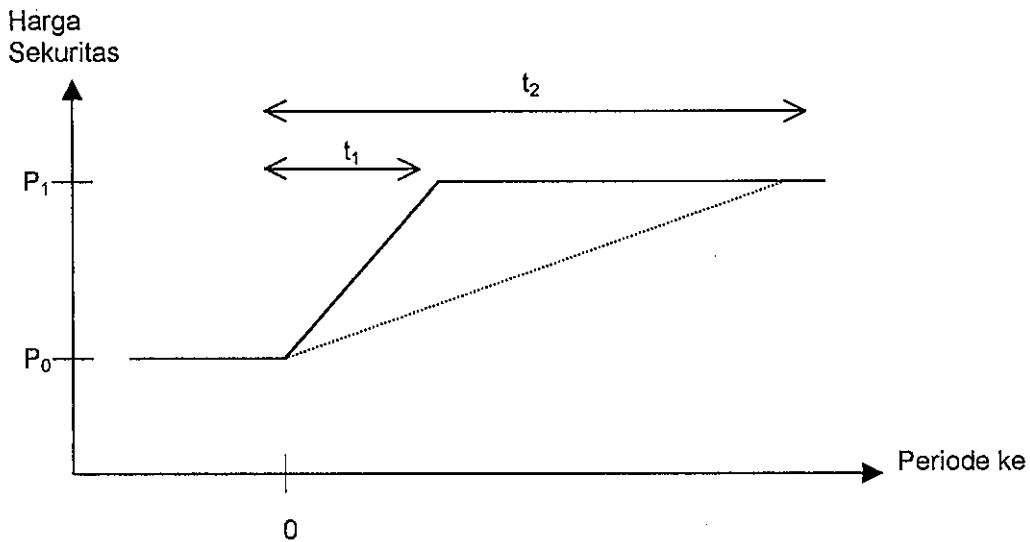
Awal dari literatur efisiensi pasar mengasumsikan bahwa kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) dari harga sekuritas karena penyebaran informasi yang ada terjadi dengan seketika. Konsep baru dari efisiensi pasar tidak mengharuskan kecepatan penyesuaian harus terjadi seketika, tetapi terjadi dengan cepat (*quicly*) setelah informasi disebarkan untuk menjadi tersedia bagi semua orang. Jones (1995) dalam Jogiyanto (1998) memberikan definisi pasar efisien yang memasukkan unsur dari kecepatan penyesuaian sebagai berikut ini:

Suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut (*an efficient market is one in which the price of all securities quickly and fully reflect all available information about the assets*).

Kecepatan penyesuaian harga akibat informasi yang didistribusikan dapat dilihat di Gambar 2.1. Pada gambar 2.1 ini, periode ke-0 adalah periode saat

informasi didistribusikan (diumumkan) kepada publik. Sebelum periode ini, harga ekuilibrium adalah  $P_0$ . Diasumsikan bahwa informasi merupakan kabar baik (*good news*) yang akan menaikkan ekuilibrium harga menjadi  $P_1$  (sebaliknya jika informasi merupakan *bad news* akan menurunkan harga dari ekuilibrium).

**Gambar 2.1. Kecepatan Penyesuaian Harga Sekuritas Karena Informasi Didistribusikan**



Sumber : Jogiyanto (1998)

Pasar dikatakan efisien jika waktu penyesuaian harga ekuilibrium yang baru ini dilakukan dengan cepat, yaitu sebesar  $t_1$ . Waktu  $t_1$  ini tidak harus seketika, tetapi harus dalam yang sangat cepat. Seberapa cepat waktu  $t_1$  untuk dapat menyerap semua informasi tergantung dari jenis informasinya. Jika investor hanya membutuhkan waktu yang cepat untuk mengevaluasi informasi tersebut, kemungkinan  $t_1$  dapat hanya beberapa hari saja atau

bahkan satu hari saja atau mungkin bahkan hanya dalam waktu beberapa menit saja. Jenis informasi ini misalnya adalah pengumuman laba oleh perusahaan emiten. Laba yang meningkat dianggap sebagai kabar yang baik dan laba yang menurun dianggap sebagai kabar yang buruk. Investor akan bereaksi dengan cepat setelah menerima informasi pengumuman laba ini, karena mengevaluasinya sebagai kabar baik atau buruk hanya dibutuhkan waktu yang cepat. Informasi yang mungkin cukup lama untuk dievaluasi oleh investor adalah informasi mengenai merger atau akuisisi. Untuk menentukan informasi ini sebagai kabar baik atau kabar buruk, investor mungkin masih membutuhkan informasi yang lainnya dan membutuhkan waktu lama untuk mengevaluasinya. Akibatnya reaksi pasar untuk informasi sejenis ini terjadi dalam waktu yang cukup panjang.

Sebaliknya pasar dikatakan tidak efisien jika kecepatan penyesuaian cukup lama, yaitu sebesar  $t_2$ . Jika  $t_2$  berlarut-larut dan cukup lama, ini menunjukkan indikasi adanya distribusi informasi yang belum simetris, yaitu hanya beberapa investor saja yang mendapatkan informasi bersangkutan. Akibatnya, kelompok investor yang mendapatkan ini dapat menikmati return yang "tidak normal", yaitu return yang lebih besar dari return normal. Return tidak normal ini di gambar 2.1 ditunjukkan oleh selisih dari garis penuh dengan garis potong-potong. Disebut dengan return berlebihan (*excessive return*) atau return tidak normal (*abnormal return*) karena sesungguhnya harga ekuilibrium adalah  $P_1$  jika dan hanya jika semua investor mendapatkan

informasi yang sama pada saat yang bersamaan. Karena adanya asimetrik informasi, harga yang terjadi belum mencapai harga ekuilibrium, yaitu masih dibawah  $P_1$  (berada di garis potong-potong). Investor yang mempunyai informasi yang tahu bahwa harga ekuilibrium akan mencapai  $P_1$  akan membeli sekuritas tersebut dan nantinya akan menjualnya pada harga ekuilibrium, sehingga dapat menikmati *abnormal return* selisih harga tersebut.

Ada beberapa penjelasan yang mendasari penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris. Penjelasan yang pertama adalah informasi privat disebarkan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan emiten. Proses penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini akan terjadi dengan cepat.

Penjelasan kedua adalah bahwa investor yang memiliki informasi privat akan menggunakannya dan setelah itu mereka akan bersedia untuk menjualnya. Nilai dari informasi ini akan semakin rendah mendekati nol dengan semakin banyaknya investor lainnya menggunakan informasi tersebut dan berusaha menjualnya kembali. Nilai informasi ini akhirnya akan sama dengan nol karena informasi ini sudah digunakan sepenuhnya dan sudah tidak bernilai lagi untuk dijual. Pada kondisi ini berarti semua investor akan mendapatkan informasi yang sama atau tidak terjadi informasi asimetris. Proses penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini mungkin akan terjadi lebih lambat dibandingkan jika

perusahaan emiten mendistribusikan informasi dengan cara mengumumkannya seperti pada penjelasan pertama.

Penjelasan yang ketiga adalah investor yang mendapat informasi secara privat akan melakukan tindakan yang spekulatif (*speculative behavior*). Investor yang mempunyai informasi privat akan mempunyai insentif untuk bertransaksi menggunakannya sampai dicapai harga informasi penuh (*full-information price*). Untuk kasus ini, informasi asimetris terjadi karena pemilik informasi privat sudah menggunakan informasi tersebut secara penuh.

Penjelasan keempat adalah apa yang disebut dengan teori ekspektasi rasional (*rational expectation theory*) yang menjelaskan bahwa investor yang tidak mempunyai informasi privat akan mendapatkan informasi tersebut dengan mengamati lewat perubahan harga yang terjadi. Investor yang tidak mempunyai informasi tersebut akan melakukan transaksi dengan mengikuti transaksi yang dilakukan oleh investor yang mempunyai informasi dengan cara mengamati perubahan harga yang terjadi. Perubahan harga yang terjadi adalah karena refleksi dari informasi yang dimiliki oleh investor yang mempunyai informasi informasi privat. Dalam hal ini, informasi simetrik terjadi karena semua informasi privat sudah diserap oleh pasar lewat pengamatan harga yang terjadi akibat informasi privat tersebut.

## 2.4. Efficient Market Hypothesis

Hipotesis pasar efisien (HPE) atau *efficient market hypothesis* (EMH) adalah pengujian secara empiris untuk masing-masing bentuk efisiensi pasar.

Fama (1970) dalam Jogiyanto (1998) membagi pengujian efisiensi pasar menjadi tiga kategori yang dihubungkan dengan bentuk-bentuk efisiensi pasarnya sebagai berikut :

1. Pengujian-pengujian bentuk lemah (*weak form test*), yaitu seberapa kuat informasi masa lalu dapat memprediksi return masa depan.
2. Pengujian-pengujian bentuk setengah kuat (*semi strong form test*), yaitu seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang dipublikasikan.
3. Pengujian-pengujian bentuk kuat (*strong form test*), yaitu untuk menjawab pertanyaan apakah investor mempunyai informasi privat yang tidak terefleksi di harga sekuritas.

Di artikel selanjutnya, Fama (1991) dalam Jogiyanto (1998) mengusulkan untuk merubah nama ketiga macam kategori pengujian efisiensi pasar tersebut. Nama-nama pengujian yang diusulkan adalah sebagai berikut ini.

1. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk lemah diganti menjadi pengujian-pengujian terhadap pendugaan return (*tests for return predictability*).

UPT-PUSTAKA-UNM

2. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat dirubah menjadi studi-studi peristiwa (*event studies*).
3. Pengujian-pengujian efisiensi pasar bentuk kuat diusulkan menjadi pengujian-pengujian terhadap informasi privat (*tests for private information*).

## 2.5. Studi Peristiwa

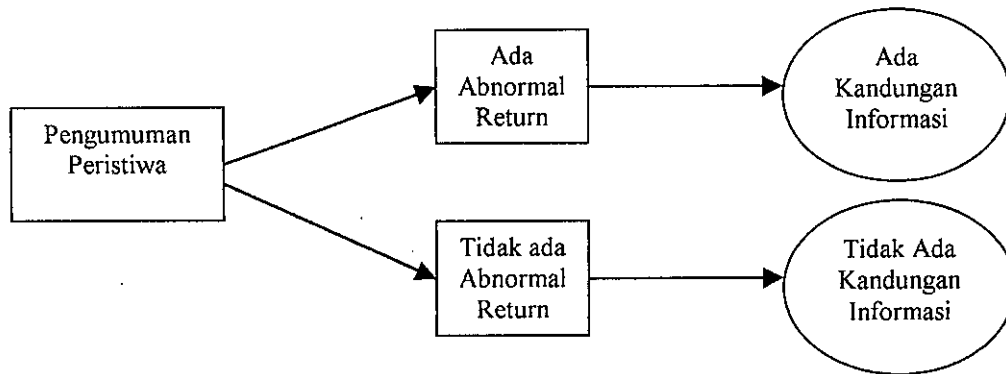
Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Pengujian kandungan informasi dan pengujian menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika suatu pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan



informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

**Gambar 2.2. Kandungan Informasi Suatu Pengumuman**

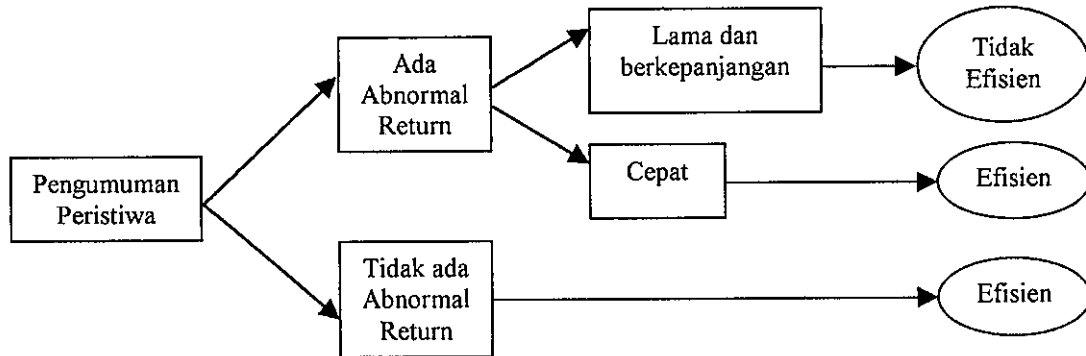


Sumber : Jogyanto (1998)

Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Pasar dikatakan efisiensi bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, pasar akan bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju keseimbangan baru. Dengan demikian pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat seharusnya dilakukan setelah pengujian kandungan informasi.

**Gambar 2.3. Efisiensi Pasar Secara Informasi**



Sumber : Jogiyanto (1998)

## 2.6. Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity*)

*Trading Volume Activity* (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan suatu variasi dari *event study*. Perbedaannya adalah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu *event*.

Pendekatan TVA ini dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Hal ini karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk setengah kuat, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada, sehingga hanya dapat diamati reaksi pasar melalui pergerakan volume perdagangan pada pasar modal yang diteliti.

Perhitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama.

## 2.7. *Abnormal Return* dan *Expected Return*

*Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap *return normal*. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi. Dengan rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan :

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham i pada hari ke t

$R_{it}$  = *actual return* untuk saham i pada hari ke t

$E(R_{it})$  = *expected return* untuk saham i pada hari ke t

Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya atau dapat dihitung dengan rumus  $(P_{i,t} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$ . Sedang *return* ekspektasi merupakan return yang harus diestimasi.

## 2.8. Perubahan *Core Business*

Menurut Syahrul, et al (2000) *core business* adalah bisnis utama / inti dari suatu perusahaan. Dan jika suatu perusahaan itu merubah bisnis inti (*core business*) maka dapat dikatakan bahwa perusahaan itu merubah bidang usaha yang pernah dijalankannya kepada bidang usaha lainnya.

Studi empiris mengenai perubahan *core business* masih jarang ditemui dalam literatur akuntansi dan keuangan. Tetapi terdapat artikel mengenai penghentian usaha bisnis kemudian beralih pada usaha bisnis yang lebih menguntungkan pernah diteliti oleh Meir Statman dan James F. Sepe (1989). Meir Statman dan James F. Sepe mengemukakan bahwa pasar modal merespon positif terhadap pengumuman penghentian usaha bisnis, tetapi penghentian usaha bisnis ini tidak menyebutkan informasi mengenai motivasi perusahaan/ emiten tersebut, apakah perusahaan itu memindah asset perusahaan yang dihentikan yang kemudian beralih pada usaha bisnis yang lebih menguntungkan (Meir Statman & James F. Sepe : 77). Dan dikatakan pula bahwa perusahaan / emiten tidak menyebutkan penghentian usaha bisnis itu disertai dengan pengurangan fasilitas perusahaan atau pengurangan kapasitas produksi.

Jika tujuan dari penghentian usaha bisnis itu untuk menghasilkan keuntungan atau untuk memperoleh kesempatan investasi yang lebih baik, maka keputusan perusahaan adalah mengganti usaha bisnis yang lebih menjanjikan. Karena perubahan *core business* juga merupakan keputusan

perusahaan untuk mengganti pada usaha bisnis yang lebih menguntungkan, maka penelitian yang telah dilakukan oleh Meir Statman & James F. Sepe mempunyai persamaan konsep dengan perubahan *core business*, yaitu penciptaan nilai untuk pemegang saham.

## 2.9. Penelitian Terdahulu

Salah satu *event study* yang dilakukan untuk meneliti efisiensi pasar modal adalah yang dilakukan oleh Fama, Fischer, Jensen, dan Roll (1969) pada New York Stock Exchange (NYSE), yang meneliti pengaruh stock split. Penelitian tersebut menjadi acuan penting perkembangan metodologi *event study* serta memacu peneliti lain untuk melakukan penelitian efisiensi pasar modal di negara-negara lain dengan menggunakan *event study*.

Terdapat beberapa penelitian dengan menggunakan pendekatan *even study* yang dilakukan untuk menguji efisiensi Bursa Efek Jakarta. Namusisi (1996) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event listing* saham (emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi tambahan seperti *right issues* dan *bonus share*) pada periode pengamatan 1993 – 1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten. Sedangkan Susiyanto (1997) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event* pengumuman dividen (yang dipisahkan dengan pengumuman dividen turun, dividen tetap, dan dividen naik) pada periode 1994 – 1996 dengan menggunakan seluruh emiten yang mengumumkan rencana pembagian dividennya. Kedua penelitian tersebut

menemukan hal yang serupa, yaitu tidak terjadi *abnormal return* yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan *event* yang diteliti (emisi saham dan pengumuman dividen), sehingga mereka menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta telah mencapai pasar bentuk setengah kuat.

Sedangkan penelitian yang menggunakan pendekatan *abnormal return* dan *Trading Volume Activity* antara lain adalah penelitian yang dilakukan Muhammad Fendi Susiyanto (1999). Pendekatan *abnormal return* menggunakan penghitungan selisih antara *actual return* dengan *expected return* (dengan *single index market model*) untuk melihat adanya *abnormal return* akibat *event* pengumuman restrukturisasi perbankan. Kemudian pendekatan *Trading Volume Activity* menggunakan penghitungan beda rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan. Penelitian serupa dilakukan oleh Marwan Asri Suryawijaya dan Faizal Arief yang meneliti mengenai reaksi pasar modal terhadap peristiwa politik 27 Juli 1996 (1998) yang menggunakan *abnormal return* dan TVA untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah di Bursa Efek Jakarta.

Penelitian *event study* mengenai reaksi pasar terhadap perubahan *core business* di Indonesia selama ini belum pernah ada. Tetapi penelitian di luar negeri yang dilakukan oleh Su Han Can et. al (1995) mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman investasi, meliputi ekspansi pabrik, efisiensi biaya operasi produksi, pengurangan kapasitas produksi, restrukturisasi dan reorganisasi, penghentian suatu bisnis usaha kemudian beralih pada bisnis

usaha yang lebih menguntungkan pernah dilakukan. Dari penelitian ini, pengumuman investasi mengenai ekspansi pabrik, efisiensi biaya operasi produksi, dan penghentian suatu bisnis usaha kemudian beralih pada bisnis usaha yang lebih menguntungkan menghasilkan *cumulative abnormal return* yang positif. Sehingga dapat dikatakan pasar merespon positif terhadap pengumuman tersebut. Tetapi pengumuman investasi mengenai restrukturisasi dan reorganisasi menghasilkan *abnormal return* yang negatif. Atau dapat dikatakan pasar merespon negatif terhadap pengumuman restrukturisasi dan reorganisasi.

Penelitian yang lebih mendalam mengenai penghentian usaha bisnis kemudian beralih pada usaha bisnis yang lebih menguntungkan pernah diteliti oleh Meir Statman dan James F. Sepe (1989). Penelitian ini dilakukan di Amerika Serikat dengan menggunakan pengamatan 70 sampel. Penelitian ini menghasilkan positif *cumulative abnormal return*.

Berdasar pada penelitian ini maka menarik dikaji mengenai bagaimana reaksi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman perubahan *core business*. Karena perubahan *core business* adalah perubahan bisnis inti perusahaan pada bisnis inti lain yang lebih menguntungkan maka penelitian ini disesuaikan dengan penelitian-penelitian *event study* lainnya yang pernah dilakukan di Indonesia.

## 2.10. Kerangka Pikir Teoritis

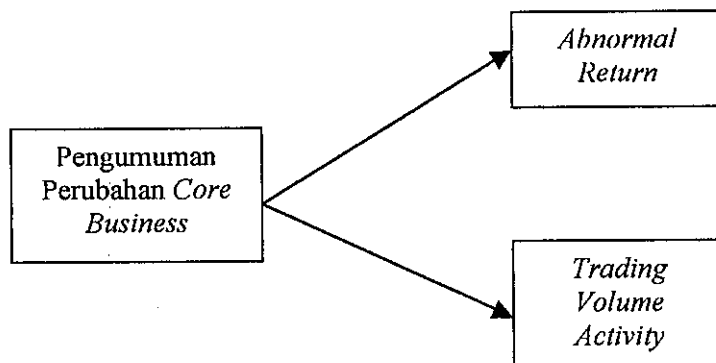
Peran pasar modal dalam suatu perekonomian akan semakin sensitif jika pada suatu pasar modal tersebut mengumumkan adanya informasi tertentu. Karena informasi perubahan *core business* adalah merupakan *corporate action*, sehingga informasi yang dipublikasikan tersebut akan mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Mengingat *corporate event* merupakan salah satu informasi yang dibutuhkan investor sebagai dasar keputusan investasi, maka penelitian ini akan menganalisis pengaruh pengumuman perubahan *core business* terhadap *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan.

Jika informasi perubahan *core business* mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan investasi, maka terdapat perbedaan dalam *abnormal return* dan aktivitas perdagangan sebelum dengan sesudah pengumuman perubahan *core business*. Perbedaan tersebut mencerminkan adanya asimetri informasi di antara investor terhadap adanya informasi tersebut. Jika kandungan informasi perubahan *core business* direspon negatif, maka akan menyebabkan perbedaan dalam *abnormal return* dan aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business* yang ditunjukkan dengan perbedaan negatif, dan sebaliknya jika informasi perubahan *core business* direspon positif maka akan menyebabkan perbedaan dalam *abnormal return* saham dan aktivitas perdagangan yang



menunjukkan perbedaan positif. Dan jika terdapat hasil bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman, maka pengumuman perubahan *core business* itu tidak mempunyai kandungan informasi untuk mempengaruhi pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini berarti investor telah lebih dahulu mengantisipasi adanya informasi perubahan *core business* yang dipublikasikan ke pasar, sehingga tidak mengubah pertimbangan investor terhadap keputusan investasinya.

**Gambar 2.4. Kerangka Pikir Teoritis**



## 2.11. Hipotesis

Sesuai dengan permasalahan dan tujuan penelitian di atas, maka disusun tiga hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini :

### Hipotesis 1:

Pengumuman perubahan *core business* menghasilkan *abnormal return* bagi investor.

Hipotesis 2:

Rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman perubahan *core business* berbeda dengan setelah peristiwa perubahan *core business*.

Hipotesis 3:

Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman perubahan *core business* berbeda dengan setelah peristiwa perubahan *core business*.

## 2.12. Definisi Operasional Variabel

(a) **Pengumuman *Core Business*** adalah pengumuman yang dipublikasikan oleh emiten mengenai perubahan bidang usaha yang pernah dijalankannya kepada bidang usaha lainnya.

(b) ***Abnormal Return***

*Abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Sedangkan *return* merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh investor akan suatu investasi yang dilakukannya. *Return* masing-masing saham diukur dengan membandingkan selisih antara harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya.

(c) ***Trading Volume Activity* (aktivitas volume perdagangan)** adalah merupakan perbandingan antara jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar pada kurun waktu yang sama.

## BAB III

### METODELOGI PENELITIAN

#### 3.1. Jenis Penelitian

Adapun jenis penelitian yang digunakan adalah studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Menurut Peterson (1989) mengatakan bahwa *event study* adalah pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu. Sedangkan menurut Kritzman (1994), *event study* bertujuan mengukur hubungan antara peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapatan (*return*) dari surat berharga.

#### 3.2. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa :

1. Data indeks harga saham gabungan (IHSG) periode Januari 1999 sampai Januari 2000.
2. Data harga saham harian dari emiten yang melakukan perubahan *core business*.
3. Data tanggal pengumuman emiten yang melakukan perubahan *core business*.

### 3.3. Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Dalam penelitian ini subyek yang digunakan adalah emiten yang melakukan perubahan *core business* pada periode Januari 1999 sampai Januari 2000. Populasi dari emiten yang melakukan perubahan *core business* pada periode tersebut adalah sebanyak lima emiten. Dari kelima emiten tersebut yang dijadikan sampel adalah sebanyak tiga emiten, karena tanggal sekitar pengumuman perubahan *core business* bersamaan dengan kejadian lain yang secara langsung mempengaruhi perubahan harga dan volume perdagangan saham (misalnya *stock split*) maka perusahaan tersebut dibatalkan sebagai sampel penelitian. Selain itu emiten yang dipilih adalah saham yang aktif diperdagangkan. Jadi penelitian ini menggunakan tiga sampel perusahaan. Ketiga perusahaan tersebut adalah sebagai berikut :

Tabel 3.1. Emiten Yang Melakukan Perubahan *Core Business*

Emiten	Bisnis Lama	Bisnis Baru	Nama Baru Emiten
Bumi Modern	Pariwisata	Perminyakan	Bumi Modern
Asuransi Lippo Life	Asuransi	Cyber Internet	Lippo e-Net
Mandiri Intifinance	Multi Finance	Investasi	Siwani Trimitra

Sumber : Malajah Investor No 19 Tahun II April 2000  
 Harian Bisnis Indonesia 11 Februari 2000, 22 Februari 2000, 8 Maret 2000, 1 Mei 2000  
 BEJ(Hasil RUPS PT. Mandiri Intifinance Tbk, No. Peng-30/BEJ/R/03-2000, Pengumuman No.Peng-65/BEJ-PEM/04-2000)

Karena penelitian ini menggunakan data perusahaan yang hanya melakukan perubahan *core business* saja, maka penelitian ini menggunakan teknik *purposive random sampling*, yaitu penentuan sampel berdasarkan kriteria tertentu.

### 3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data untuk keperluan penelitian ini dilakukan dengan mengutip secara langsung berdasar dari daftar dan bahan pustaka seperti Capital Market Directory 1999, Daftar Kurs Efek Harian 1999, Daftar Kurs Efek Harian 2000, buku, majalah dan jurnal.

### 3.5. Teknik Analisis

#### 3.5.1. Identifikasi Peristiwa

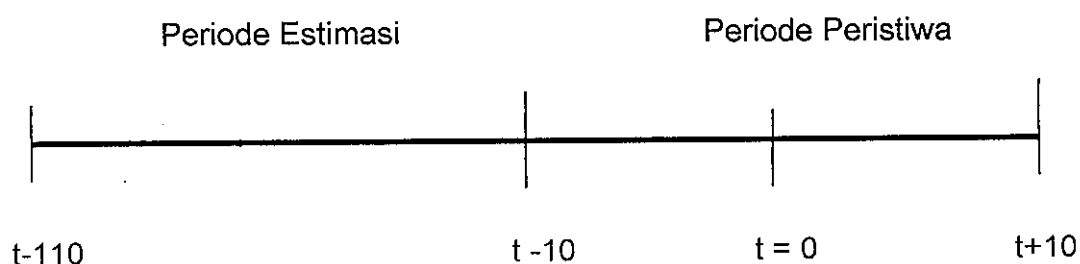
Untuk mengamati variabel aktivitas perdagangan akan dilakukan pembagian periode pengamatan yaitu pertama selama periode 10 hari

sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, kedua selama periode 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business* dan ketiga selama periode 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Pemendekan periode waktu pengamatan dilakukan untuk mengetahui kecepatan dari reaksi pasar untuk menyerap informasi pengumuman perubahan *core business*.

1. Periode pengamatan selama 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Periode waktu yang digunakan dalam penelitian adalah selama 110 hari bursa yang dibagi menjadi dua periode, yakni periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa (*event period*). Periode estimasi selama 100 hari, digunakan untuk mencari *expected return* yang diharapkan. *Expected return* dirumuskan dengan menggunakan *Single Index Market Model* yang diestimasi menggunakan teknik regresi.

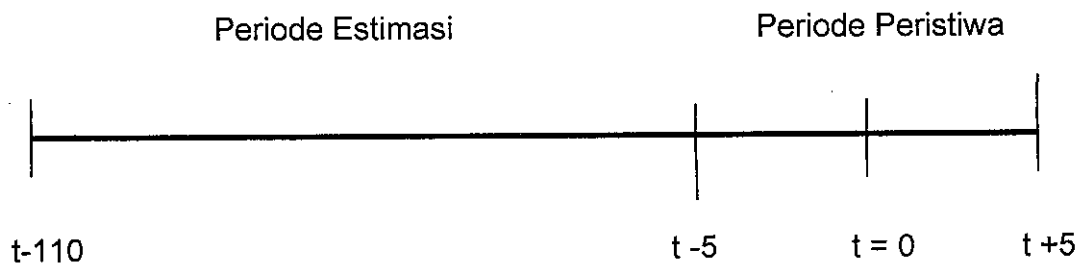
Periode peristiwa (*event period*): 21 hari, yaitu mulai  $t-10$ ,  $t=0$ , hingga  $t+10$ , dengan  $t$  masing-masing adalah tanggal pengumuman.

**Gambar 3.1. Periode Waktu Penelitian (Periode Estimasi Selama 100 hari dan Periode Peristiwa Selama 21 hari )**



2. Periode pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Periode waktu yang digunakan dalam penelitian adalah selama 110 hari bursa yang dibagi menjadi dua periode, yakni periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa (*event period*). Periode estimasi selama 105 hari, yakni dari  $t-110$  hingga  $t-6$  sebelum *event-day*. Periode kejadian selama 11 hari, yaitu terdiri dari 5 hari sebelum peristiwa (*pre day*), 1 hari pada saat peristiwa pengumuman perubahan *core business* (*event day*) dan 5 hari setelah peristiwa (*post event*).

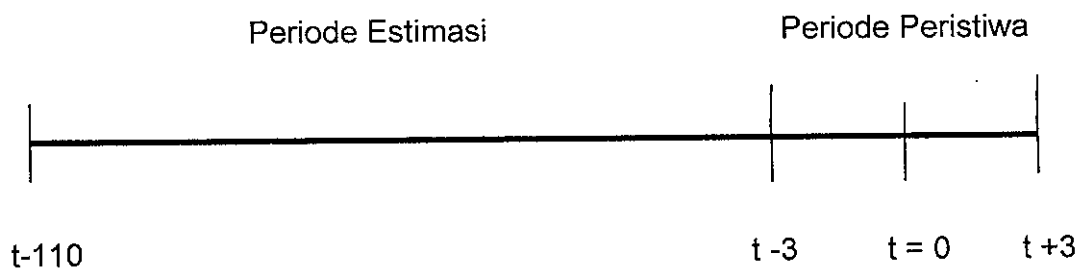
**Gambar 3.2. Periode Waktu Penelitian (Periode Estimasi Selama 105 hari dan Periode Peristiwa Selama 11 hari)**



3. Periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Periode waktu yang digunakan dalam penelitian adalah selama 110 hari bursa yang dibagi menjadi dua periode, yakni periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa (*event period*). Periode estimasi selama 107 hari, yakni dari  $t-107$  hingga  $t-4$  sebelum *event-day*. Periode peristiwa selama 7 hari, yaitu terdiri dari 3 hari

sebelum peristiwa (*pre day*), 1 hari pada saat peristiwa pengumuman perubahan *core business* (*event day*) dan 3 hari setelah peristiwa (*post event*).

**Gambar 3.3. Periode Waktu Penelitian (Periode Estimasi Selama 107 hari dan Periode Peristiwa Selama 7 hari)**



### 3.5.2. Langkah-langkah Pengolahan Data

Untuk mempermudah perhitungan hipotesis I mengenai *abnormal return* pada saat peristiwa pengumuman perubahan *core business* dengan melalui langkah sebagai berikut :

#### 3.5.2.1. Menghitung periode 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*

1. Perhitungan return ekspektasi dengan model pasar (market model) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan reknik OLS (Ordinary Least Square) dengan persamaan :



$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mj} + \varepsilon_{ij}$$

Keterangan :

$R_{ij}$  = *return* realisasi sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j

$\alpha_i$  = intercept untuk sekuritas ke- i

$\beta_i$  = koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke- i

$R_{mj}$  = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke- j

$\varepsilon_{ij}$  = kesalahan residu sekuritas ke – i pada periode estimasi ke – j

2. Menghitung *abnormal return* selama periode kejadian didefinisikan sebagai selisih antara *actual return* dan *expected return*. *Abnormal return* dari saham i pada hari ke t adalah :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Keterangan :

$AR_{it}$  = *abnormal return* sekuritas i pada hari ke t

$R_{it}$  = *actual return* untuk sekuritas i pada hari ke t

$E(R_{it})$  = *expected return* untuk sekuritas i pada hari ke t

3. *Average Abnormal Return (AAR)* harian saham selama periode *event*:

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{I,t}}{k}$$

Keterangan :

$AAR_{i,t}$  = rata-rata *abnormal return* pada hari ke – t

$AR_{i,t}$  = *abnormal return* untuk sekuritas ke-i pada hari ke-t

k = jumlah sekuritas yang berpengaruh oleh pengumuman

#### 4. Menghitung *standard error* estimasi ( $S_{ie}$ ) untuk saham selama periode T

estimasi yang dihitung dengan menggunakan formula:

$$S_{ie} = \sqrt{\frac{\sum_{j=t1}^{t2} (R_{i,j} - E(R_{i,j}))^2}{T1 - 2}}$$

Keterangan :

$R_{ij}$  = *return* sekuritas ke- i untuk hari ke- j selama periode estimasi

$E(R_{i,j})$  = estimasi *return* saham ke-i untuk hari ke-j selama periode estimasi

$T_1$  = jumlah hari di periode estimasi, yaitu dari hari ke-  $t_1$  sampai dengan hari ke-  $t_2$

#### 5. Menghitung signifikansi abnormal return dengan perhitungan *standardized abnormal return* distribusi-t :

$$SAR_{Nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{S_{ie}}$$

#### 6. Analisis Hasil Pengujian

Pengujian dilakukan dengan menggunakan taraf uji ( $\alpha = 5\%$ ) dua sisi, dengan aturan pengambilan keputusan menolak  $H_0$  jika :

$$SAR_{Nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{S_{ie}} > t_{n-1, \alpha/2} \text{ atau}$$

$$SAR_{Nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{S_{ie}} < -t_{n-1, \alpha/2}$$

Untuk menguji hipotesis 2, yaitu menguji beda rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman perubahan *core business* dengan setelah pengumuman perubahan *core business*, digunakan Wilcoxon Signed Rank Test ( $\alpha = 5\%$ ) dua sisi, dengan aturan pengambilan keputusan menolak  $H_0$  jika : 2-Tailed  $P < (\alpha = 5\%)$ .

Untuk menguji hipotesis 3, langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Menghitung aktivitas volume perdagangan saham  $i$  pada periode  $t$ :

$$TVA = \frac{\sum \text{saham } i \text{ yang ditransaksikan pada waktu } t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

2. Menguji beda rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman perubahan *core business* dengan setelah pengumuman

perubahan *core business*, digunakan Wilcoxon Signed Rank Test ( $\alpha = 5\%$ ) dua sisi, dengan aturan pengambilan keputusan menolak  $H_0$  jika :  
 $2\text{-Tailed } P < (\alpha = 5 \%)$ .

#### **3.5.2.2. Menghitung periode 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business***

Untuk periode pengamatan selama 5 hari sesudah dan 5 hari sebelum pengumuman perubahan *core business*, teknik analisisnya adalah sama dengan periode pengamatan selama 10 hari sesudah dan 10 hari sebelum pengumuman perubahan *core business*. Dengan perbedaan periode pengamatannya saja.

#### **3.5.2.3. Menghitung periode 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business***

Pada periode pengamatan selama 3 hari sesudah dan 3 hari sebelum pengumuman perubahan *core business*, teknik analisisnya adalah sama dengan periode pengamatan selama 10 hari sesudah dan 10 hari sebelum pengumuman perubahan *core business*. Dengan perbedaan periode pengamatannya saja.

## **BAB IV**

### **GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN**

Dalam bab ini akan dijelaskan mengenai gambaran umum perusahaan yang dijadikan sampel, yaitu Bumi Modern, Asuransi Lippo Life dan Mandiri Intifinance.

#### **4.1. Bumi Modern**

Perseroan didirikan dalam rangka penanaman modal dalam negeri (PMDN) berdasarkan akta-akta tanggal 26 Juni 1973 No. 130 dan 28 November 1973 No. 103, keduanya dibuat dihadapan Djoko Soepadmo SH, Notaris di Surabaya, dan disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia pada tanggal 12 Desember 1973 dengan surat Keputusan No. Y.A.5/433/12, dan didaftarkan di Kantor Pengadilan Negeri Surabaya tanggal 27 Desember 1973 dibawah No. 1824, serta diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No. 1 tanggal 2 Januari 1974 Tambahan No. 7 tahun 1974, selanjutnya Anggaran Dasar Perseroan telah beberapa kali dirubah dan yang terakhir sebagaimana telah diumumkan dalam Berita Negara R I No. 3 tanggal 20 Januari 1992 Tambahan No. 122 tahun 1992.

Perseroan ini merupakan kerja sama antara PT. Indonesia Modern dan Asuransi Jiwa Bersama Bumiputera 1912 dengan modal dasar Rp. 7,5

milyar, bergerak di bidang Kepariwisata serta Usaha Perhotelan, kemudian mendapatkan Surat Persetujuan Tetap (SPT) No. 1348/C.5/BPM/VI/1977 tanggal 22 Juni 1977 dari Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM).

Pada tanggal 1976, Perseroan membangun sebuah Hotel bertaraf internasional bertingkat 10 diatas areal tanah seluas 1,3 ha dengan luas bangunan 6.5000 m<sup>2</sup> dan berkapasitas 286 kamar.

Pada tanggal 20 Oktober 1975, telah ditandatangani sebuah *Management Agreement* antara PT. Bumi Modern dengan Hyatt Internasional Corporation, Hongkong untuk mengelola hotel tersebut selama 20 tahun sejak peresmianya, yang kemudian disempurnakan dengan penandatanganan *Management Agreement* baru pada tanggal 16 Desember 1989 antara PT. BUMI MODERN dengan HYATT INTERNATIONAL CORPORATION di Chicago, Illinois, USA, yang berlaku selama 20 tahun sejak tanggal penandatanganan *Management Agreement* baru.

Pada tahun 1997, Bakrie Capital Indonesia melakukan *tender offer* terhadap saham Bumi Modern. Pemegang saham mayoritas PT. Bumi Modern [Asuransi Jiwa Bersama (AJB) Bumiputera] melepas 25% kepemilikannya kepada Bakrie Capital Indonesia melalui *tender offer* senilai 27,844 milyar.

Pada Agustus 1998, perusahaan mengembangkan usahanya di bidang hotel dan kepariwisataan di Uzbekistan, yaitu Hotel Le Meredian Tashkent Uzbekistan. Karena kinerja perusahaan yang merugi selama tiga

tahun akibat krisis ekonomi sehingga berpengaruh pada kegiatan investasi baik domestik maupun internasional, maka perusahaan Bumi Modern merubah *core business* dari perhotelan ke pertambangan. Dengan alasan tersebut yaitu kondisi penurunan kinerja tidak mendukung daya saing dan risiko usaha maupun tingkat perolehan pengembalian yang optimal bagi pemegang saham. Oleh karena itu perusahaan merubah *core business* pada pertambangan karena bidang industri minyak dan gas bumi untuk 10 - 20 tahun ke depan masih merupakan produk yang vital dan relatif tahan terhadap industri makro. Perpindahan *core business* ini akan ditindaklanjuti dengan rencana penjualan Hotel Le Meredian Tashkent di Uzbekistan sehingga perusahaan dapat lebih mengkonsentrasikan pada *core business* minyak dan gas bumi (Bisnis Indonesia, 22 Februari 2000).

#### **4.2. Asuransi Lippo Life**

Perseroaan semula didirikan dengan nama PT. Asuransi Lippo Jiwa Sakti dengan akta No. 301, tanggal 28 Mei 1983 yang dibuat dihadapan Misahardi Wilamarta, SH., Notaris di Jakarta dan telah memperoleh persetujuan dari Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan Surat Keputusannya No. C2-6716-HT.01.01Th.'83 tanggal 12 Oktober 1983 didaftarkan pada Knator Pengadilan Negeri Jakarta Barat No. 1211/1983 tanggal 20 Oktober 1983 dan telah diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No.49 tanggal 19 Juni 1984 Tambahan No.604.

Nama perseroan kemudian diubah menjadi PT. Asuransi Lippo Life dengan akta No.130 tanggal 10 Agustus 1983 yang dibuat di hadapan Misahardi Wilamarta, SH., Notaris di Jakarta dan telah memperoleh persetujuan dari Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan Surat Keputusannya No. C2-6716- HT.01.01Th.'83 tanggal 12 Oktober 1983.

Perusahaan telah menjalin persetujuan dengan PT. Maskapai Reasuransi Indonesia, Swiss Reinsurance Company of Switzerland, dan Merchantile & General Britain. Pada Februari 1995 PT. Asuransi Lippo Life mengeluarkan produk baru yang diberi nama "Warisan". Hingga sekarang PT. Asuransi Lippo Life mempunyai cabang 39 buah yang tersebar di seluruh Indonesia dan menempati posisi pasar asuransi sebesar 30% dari keseluruhan pasar asuransi di Indonesia.

Akibat krisis ekonomi yang melanda Indonesia bulan 1997 menjadikan kinerja perusahaan mengalami penurunan dari Rp. 87,388 milyar (Desember 1996) menjadi Rp.70,487 milyar (Desember 1997). Dan tahun 1998 kinerja perusahaan menderita kerugian sebesar Rp. 1.775,387 trilyun. Dan kerugian ekuitas sebesar Rp. 355,695 milyar. Karena kerugian tersebut, maka perusahaan melakukan langkah-langkah strategis untuk memperkuat struktur keuangan adalah dengan aliansi strategis dengan mitra asing yaitu American International Group (AIG) dari Amerika Serikat. Dampak dari aliansi strategis dengan American International Group (AIG), maka PT. Asuransi Lippo Life mengalihkan usaha perasuransian kepada Anak Perusahaan yaitu PT.

UPT-POSTAL-INDONESIA



Asuransi Jiwa Lippo Utama. Kemudian saham PT. Asuransi Jiwa Lippo Utama melepaskan sebagian sahamnya kepada kelompok AIG (70%) dan menjadikan PT. Asuransi Jiwa Lippo Utama (yang selanjutnya berubah nama menjadi PT. Asuransi AIG LIPPO LIFE) sebagai wadah pengembangan usaha perasuransian di masa datang. Dan dengan mengalihkan usaha perasuransian tersebut, PT. Asuransi Lippo Life merubah *core business*-nya menjadi Cyber Internet dan E-Commerce.

#### 4.3. Mandiri Intifinance

Perusahaan ini didirikan di Jakarta dengan nama PT. Minsuco International Finance dan tahun 1997 berganti namanya menjadi PT. Maharani Intifinance. Perusahaan ini bergerak di bidang jasa pembiayaan. Dalam menjalankan usahanya, PT. Maharani Intifinance memperoleh sertifikat dari Societe Generale de Surveillance atas kualitas produk yang dihasilkannya. Selain itu perusahaan juga memperoleh penghargaan sertifikat ISO 9001 atas kualitas sistem manajemen dan *product design* yang diterapkannya.

PT. Maharani Intifinance mencatatkan di bursa saham pada 16 Juli 1997 pada Bursa Efek Surabaya dan Bursa Efek Jakarta ,yang bersamaan saat perdagangan saham lesu. Meskipun demikian saat IPO harga saham melebihi dari perkiraan yang diharapkan, sehingga publik memperoleh keuntungan positif. Harga saham penawaran naik 12 point dari Rp 600

sampai Rp 900 per saham. Semenjak itu perusahaan menjadi pusat perhatian, dan publik mengasumsikan bahwa kemampuan perusahaan tidak lepas dari mayoritas kepemilikan saham (Titiek Prabowo, anak dari mantan presiden Soeharto). Pada 30 April 1998 Titiek Prabowo masih memegang kepemilikannya sebesar 50% saham melalui PT. Maharani Paramitha, tapi kemudian pada Mei 1998, beliau mengundurkan diri dari posisi sebagai Presiden Komisaris. Dan Oktober 1998, Titiek Prabowo melepaskan kepemilikan sahamnya sebesar 25% saham perusahaan.

Kinerja perusahaan menurut laporan keuangan 31 Desember 1998 perusahaan menderita kerugian sebesar Rp 115,507 milyar atau naik 416% dibandingkan tahun sebelumnya (1997) yaitu sebesar Rp 22,431 milyar. Jika dibandingkan dengan laporan keuangan tahun 31 Desember 1999 perusahaan masih menderita kerugian sebesar Rp. 8,390 milyar atau turun sebesar 92 % dari tahun sebelumnya (1998). Akibat dari krisis ekonomi, tingginya tingkat bunga menyebabkan terjadinya *negative spread* dalam pembiayaan, kemunduran tingkat kegiatan usaha yang mengakibatkan lambatnya hasil penagihan piutang serta melonjaknya nilai tukar mata uang Rupiah terhadap mata uang dollar Amerika Serikat penyebab utama menyusutnya ekuitas perseroan (*negative equity*).

Kekurangan permodalan tersebut serta berbagai ketidakpastian dalam kegiatan perseroan (termasuk ketidakpastian industri pembiayaan) telah mengakibatkan Akuntan Publik dalam pemeriksaannya menyatakan tidak

memberikan pendapat (*disclaimer*) terhadap pembukuan perseroan untuk tahun 1998 dan 1999.

Dalam menanggapi kondisi tersebut diatas khususnya untuk mempertahankan kelangsungan hidup perseroan maka manajemen melakukan serangkaian *corporate action* yang diharapkan memberikan kesempatan bagi perseroan untuk :

1. Melakukan Perubahan Bidang Usaha

Bidang usaha semula perusahaan yaitu pembiayaan akan dialihkan kepada anak perusahaan, dan selanjutnya perusahaan mengganti *core business* menjadi jasa penasihat keuangan dan pengembangan investasi.

2. Investasi Strategis

Untuk menjamin kelancaran bidang usaha baru maka perseroan merencanakan untuk melakukan beberapa investasi strategis dalam beberapa usaha dibidang jasa keuangan, seperti sekuritas pembiayaan dan asuransi jiwa. Diantaranya telah ditandatangani suatu kesepakatan bersama dengan PT. Tripilar Gunaperkasa.

## BAB V

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 5.1. Pengujian Hipotesis I

Hipotesis pertama dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pengumuman perubahan *core business* menghasilkan *abnormal return*. Dalam pembahasan pada hipotesis I ini, akan dibagi menjadi tiga periode pengamatan yaitu pertama, selama 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, kedua 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, ketiga 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Maksud dari pemendekan periode pengamatan tersebut adalah untuk mengetahui kecepatan dari reaksi pasar untuk menyerap informasi perubahan *core business*.

##### 5.1.1. Periode Pengamatan 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business*

Hasil analisis statistik terhadap rata-rata *abnormal return* emiten yang merubah *core business* selama periode pengamatan 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman *core business* disajikan pada tabel 5.1 dan gambar 5.1.

**Tabel 5.1. Rata-rata *Abnormal Return* Periode 10 hari Sebelum dan 10 hari Setelah Pengumuman Perubahan *Core Business***

t	Rata-rata Abnormal Return		
	AAR	t-hitung	Tidak Signifikan / Signifikan
-10	-5.32%	-0.9258	Tidak Signifikan
-9	6.47%	1.2271	Tidak Signifikan
-8	1.47%	0.6516	Tidak Signifikan
-7	4.16%	1.0935	Tidak Signifikan
-6	4.76%	0.8305	Tidak Signifikan
-5	-5.62%	-1.1596	Tidak Signifikan
-4	2.88%	0.6695	Tidak Signifikan
-3	17.11%	3.0807	<b>Signifikan *</b>
-2	2.39%	0.4217	Tidak Signifikan
-1	6.80%	1.3044	Tidak Signifikan
rata-rata (t-10 s/d t-1)	3.51%		
0	14.71%	2.8720	Tidak Signifikan
1	18.94%	4.4801	<b>Signifikan **</b>
2	8.49%	2.0453	Tidak Signifikan
3	0.46%	0.5559	Tidak Signifikan
4	-10.94%	-2.5353	Tidak Signifikan
5	-7.91%	-1.3513	Tidak Signifikan
6	1.10%	-0.2644	Tidak Signifikan
7	-2.02%	-0.7203	Tidak Signifikan
8	-0.34%	0.1238	Tidak Signifikan
9	0.59%	0.3287	Tidak Signifikan
10	1.91%	0.6750	Tidak Signifikan
rata-rata (t+1 s/d t+10)	1.03%		

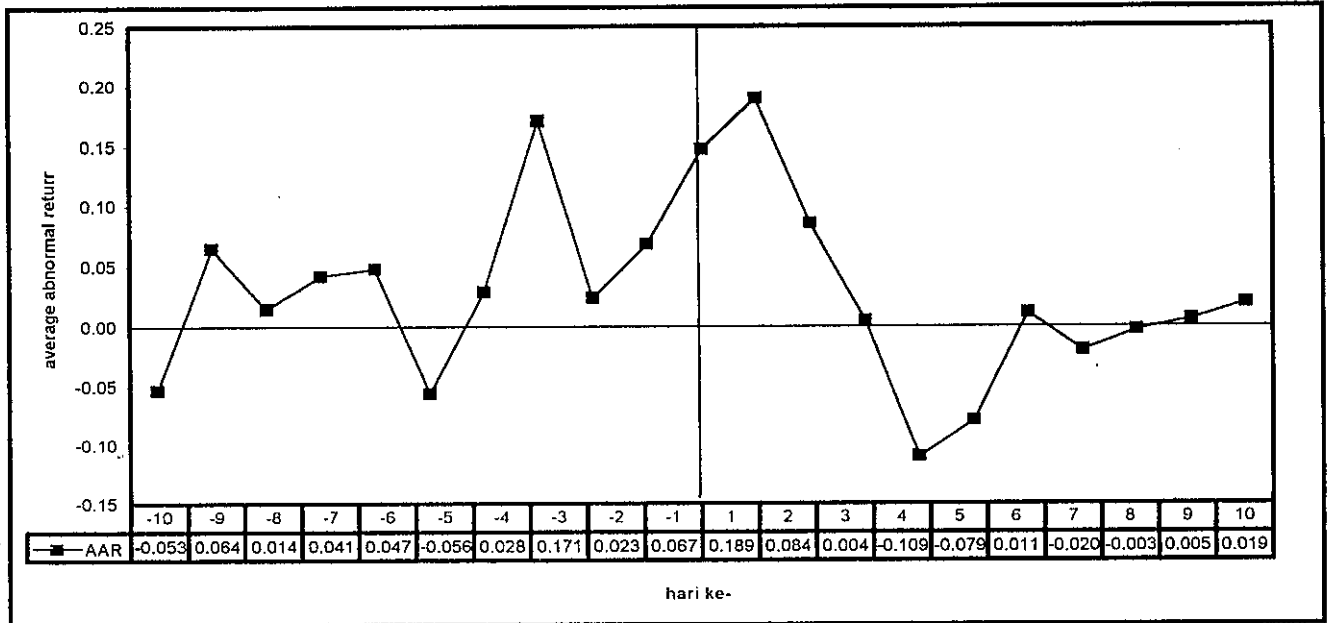
Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

**Keterangan :**

\* signifikan 10% (t tabel = 2.9200)

\*\* signifikan 5% (t tabel = 4.3027)

**Gambar 5.1. Rata-rata *Abnormal Return*  
Periode 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah  
Pengumuman Perubahan *Core Business***



Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

Berdasar pada tabel 5.1 diatas dan gambar 5.1 tampak bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman perubahan *core business* mengalami fluktuasi dari hari kesepuluh ( $t-10$ ) sampai hari ke tiga ( $t-3$ ). Kemudian pada hari kedua ( $t-2$ ) sebelum pengumuman perubahan *core business* sampai dengan hari pertama ( $t+1$ ) setelah pengumuman perubahan *core business* terdapat kenaikan rata-rata *abnormal return*. Dan selanjutnya pada hari kedua ( $t+2$ ) sampai hari kesepuluh ( $t+10$ ) setelah pengumuman perubahan *core business* terdapat rata-rata *abnormal return* yang fluktuatif.

Menginjak hari ketiga ( $t-3$ ) ke hari kedua ( $t-2$ ) sebelum pengumuman perubahan *core business*, justru terjadi penurunan rata-rata *abnormal return*

dari 17.11% menjadi 2.39%. Dengan penurunan rata-rata *abnormal return* tersebut diduga terdapat banyaknya informasi yang diterima pasar baik yang bersifat positif dan negatif terhadap pengumuman perubahan *core business*. Keadaan tersebut dinilai investor sebagai kondisi yang membingungkan. Namun demikian keadaan tersebut tidak direspon investor dengan kepanikan, hal ini terlihat dengan penurunan rata-rata *abnormal return* yang wajar (yaitu dengan tidak terdapatnya negatif rata-rata *abnormal return*).

Kemudian menginjak hari kedua (t-2) sampai hari pertama (t-1) sebelum pengumuman perubahan *core business*, pasar kembali memberi respon yang positif yaitu dengan kenaikan rata-rata *abnormal return* dari 2.39% menjadi 6.80%. Kondisi seperti ini dapat memberi angin segar bagi investor sehingga dapat memacu untuk melakukan aksi beli saham. Dan kenaikan tersebut terjadi sampai pada hari pertama (t+1) setelah pengumuman perubahan *core business*. Kemudian pada hari kedua (t+2) hingga hari kesepuluh (t+10) setelah pengumuman perubahan *core business* terdapat rata-rata *abnormal return* yang fluktuatif, hal ini berarti bahwa pasar merespon informasi perubahan *core business* ini dengan analisis yang bersifat positif dan negatif.

Berdasarkan uji signifikansi pada tabel 5.1 terdapat rata-rata *abnormal return* yang positif pada hari ketiga (t-3) sebelum pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=10\%$ ) dan pada hari pertama (t+1) setelah pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=5\%$ ). Dengan terdapatnya rata-rata *abnormal*

*return* pada hari ketiga ( $t-3$ ) sebelum pengumuman perubahan *core business*, diduga informasi perubahan *core business* telah bocor, sehingga pada saat pengumuman perubahan *core business* dimumkan ( $t=0$ ) tidak terdapat *abnormal return*, tapi justru signifikan pada hari pertama ( $t+1$ ) setelah pengumuman perubahan *core business*.

Dari analisis data diatas maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia merespon pengumuman perubahan *core business* periode pengamatan 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business* sebagai sinyal yang positif bagi investor.

### **5.1.2 Periode Pengamatan 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

Hasil analisis statistik terhadap rata-rata *abnormal return* emiten yang merubah *core business* selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman *core business* disajikan pada tabel 5.3 dan gambar 5.3.

Berdasar pada tabel 5.2 dan gambar 5.2 tampak bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman perubahan *core business*, mengalami kenaikan hari kelima ( $t-5$ ) sampai hari ke tiga ( $t-3$ ) sebelum pengumuman perubahan *core business*. Kemudian dari hari ketiga ( $t-3$ ) ke hari kedua ( $t-2$ ) sebelum pengumuman perubahan *core business*, rata-rata *abnormal return* mengalami penurunan. Dan pada hari kedua ( $t-2$ ) sebelum



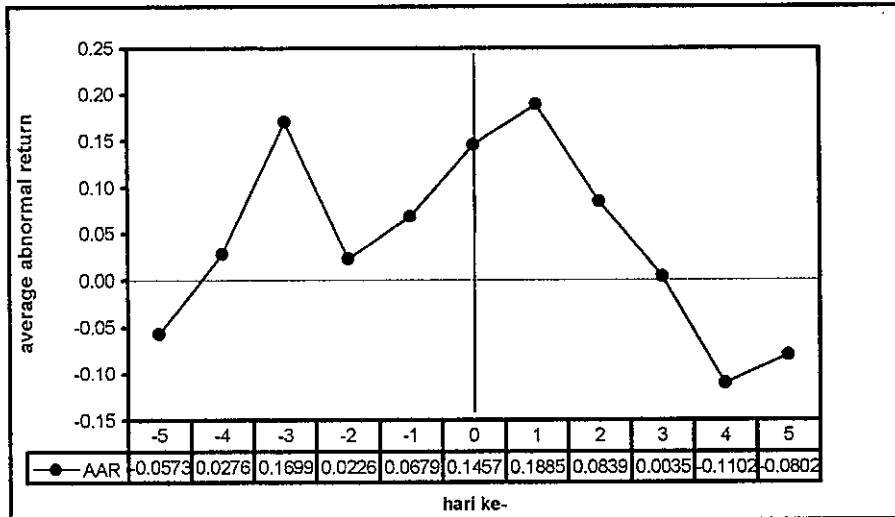
pengumuman perubahan *core business* sampai hari pertama ( $t+1$ ) setelah pengumuman perubahan *core business* terdapat kenaikan rata-rata *abnormal return*. Dan setelah itu yaitu pada hari kedua ( $t+2$ ) hingga hari kelima ( $t+5$ ) setelah pengumuman perubahan *core business* terdapat kecenderungan penurunan rata-rata *abnormal return*.

**Tabel 5.2. Rata-rata *Abnormal Return* Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Setelah Pengumuman Perubahan *Core Business***

t	Rata-rata Abnormal Return		
	AAR	t-hitung	Tidak Signifikan / Signifikan
-5	-5.73%	-1.1694	Tidak Signifikan
-4	2.77%	0.6369	Tidak Signifikan
-3	17.00%	<b>3.0329</b>	<b>Signifikan *</b>
-2	2.27%	0.4195	Tidak Signifikan
-1	6.80%	1.3102	Tidak Signifikan
rata-rata (t-5 s/d t-1)	4.62%		
0	14.57%	2.8881	Tidak Signifikan
1	18.86%	<b>4.4157</b>	<b>Signifikan **</b>
2	8.40%	2.0161	Tidak Signifikan
3	0.36%	0.5225	Tidak Signifikan
4	-11.03%	-2.5345	Tidak Signifikan
5	-8.02%	-1.3724	Tidak Signifikan
rata-rata (t+1 s/d t+5)	1.71%		

Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

**Gambar 5.2. Rata-rata *Abnormal Return* Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***



Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

Menginjak hari ketiga (t-3) ke hari kedua (t-2) sebelum pengumuman perubahan *core business*, justru terjadi penurunan rata-rata *abnormal return* dari 17% menjadi 2.27%. Dengan penurunan rata-rata *abnormal return* tersebut diduga terdapat banyaknya informasi yang diterima pasar baik yang bersifat positif dan negatif terhadap pengumuman perubahan *core business*. Keadaan tersebut dinilai investor sebagai kondisi yang membingungkan. Namun demikian keadaan tersebut tidak direspon investor dengan kepanikan, hal ini terlihat dengan penurunan rata-rata *abnormal return* yang wajar (yaitu dengan tidak terdapatnya negatif rata-rata *abnormal return*). Kemudian menginjak hari kedua (t-2) dan hari pertama (t-1) sebelum pengumuman perubahan *core business*, pasar kembali memberi respon yang

positif yaitu dengan kenaikan rata-rata *abnormal return* dari 2.27% menjadi 6.80%. Kondisi seperti ini dapat memberi angin segar bagi investor sehingga dapat memacu untuk melakukan aksi beli saham. Dan kenaikan tersebut terjadi sampai pada hari pertama (t+1) setelah pengumuman perubahan *core business*. Kemudian pada hari kedua (t+2) hingga hari kelima (t+5) setelah pengumuman perubahan *core business* terdapat kecenderungan penurunan rata-rata *abnormal return*, hal ini berarti bahwa pasar merespon informasi perubahan *core business* ini dengan analisis yang bersifat negatif, terlebih-lebih pada rata-rata *abnormal return* pada hari keempat (t+4) dan kelima (t+5) setelah pengumuman perubahan *core business*, tampak bahwa pasar melakukan aksi jual yang berlebihan sehingga mengakibatkan adanya rata-rata *abnormal return* yang negatif.

Berdasarkan uji signifikansi pada tabel 5.2 terdapat rata-rata *abnormal return* yang positif pada hari ketiga (t-3) sebelum pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=10\%$ ) dan pada hari pertama (t+1) setelah pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=5\%$ ). Dengan terdapatnya rata-rata *abnormal return* pada hari ketiga (t-3) sebelum pengumuman perubahan *core business*, diduga informasi perubahan *core business* telah bocor atau dengan kata lain bahwa pengumuman perubahan *core business* telah diantisipasi oleh pasar, sehingga pada saat pengumuman perubahan *core business* dimumkan (t=0)

tidak terdapat *abnormal return*, tapi justru signifikan pada hari pertama ( $t+1$ ) setelah pengumuman perubahan core business.

Dari analisis data diatas maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia merespon pengumuman perubahan core business periode pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business* sebagai sinyal yang positif bagi investor.

### **5.1.3 Periode Pengamatan 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan Core Business**

Hasil analisis statistik terhadap rata-rata *abnormal return* emiten yang merubah *core business* selama periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman core business disajikan pada tabel 5.3 dan gambar 5.3.

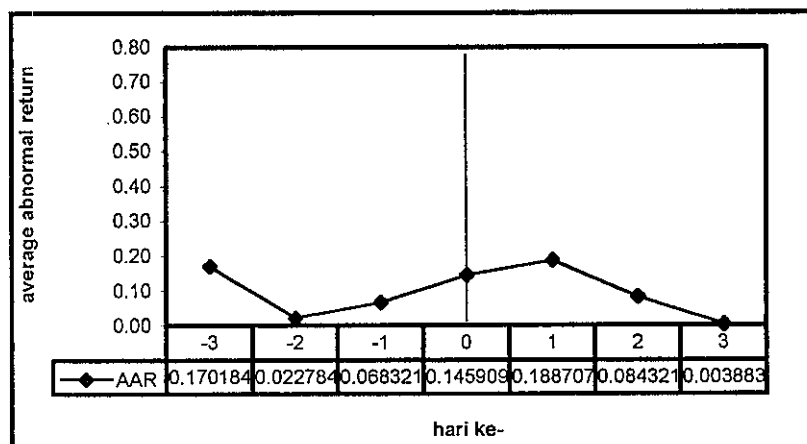
Berdasar pada tabel 5.3 dan gambar 5.3 tampak bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah ( $t-3$  sampai  $t+3$ ) pengumuman perubahan *core business* mengalami fluktuatif. Tetapi jika dibandingkan dengan periode pengamatan ( $t-10$  sampai  $t+10$ ) dan ( $t-5$  sampai  $t+5$ ), terlihat adanya pola yang sama, yaitu pada hari ( $t-3$ ) ke ( $t-2$ ) tampak ada penurunan rata-rata *abnormal return*. Kemudian terlihat pula bahwa pada ( $t-2$ ) sampai ( $t+1$ ) terdapat kecenderungan kenaikan rata-rata *abnormal return*. Dan pada hari ke ( $t+1$ ) sampai ( $t+3$ ) tampak adanya penurunan *abnormal return*.

**Tabel 5.3. Rata-rata *Abnormal Return* Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

t	Rata-rata Abnormal Return		
	AAR	t-hitung	Tidak Signifikan / Signifikan
-3	17.02%	<b>3.0481</b>	<b>Signifikan *</b>
-2	2.28%	0.4326	Tidak Signifikan
-1	6.83%	1.3255	Tidak Signifikan
rata-rata (t-3 s/d t-1)	8.71%		
0	14.59%	2.9180	Tidak Signifikan
1	18.87%	<b>4.4060</b>	<b>Signifikan **</b>
2	8.43%	2.0195	Tidak Signifikan
3	0.39%	0.5176	Tidak Signifikan
rata-rata (t+1 s/d t+5)	9.23%		

Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

**Gambar 5.3. Rata-rata *Abnormal Return* Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***



Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

Berdasarkan uji signifikansi pada tabel 5.3 terdapat rata-rata *abnormal return* yang positif pada hari ketiga (t-3) sebelum pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=10\%$ ) dan pada hari pertama (t+1) setelah pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=5\%$ ). Dengan terdapatnya rata-rata *abnormal return* pada hari ketiga (t-3) sebelum pengumuman perubahan *core business*, diduga informasi perubahan *core business* telah bocor atau dengan kata lain bahwa pengumuman perubahan *core business* telah diantisipasi oleh pasar, sehingga pada saat pengumuman perubahan *core business* dimumkan (t=0) tidak terdapat *abnormal return*, tapi justru signifikan pada hari pertama (t+1) setelah pengumuman perubahan *core business*.

Pada hari ketiga (t-3) ke hari kedua (t-2) sebelum pengumuman perubahan *core business*, justru terjadi penurunan rata-rata *abnormal return* dari 17.02% menjadi 2.28%. Dengan penurunan rata-rata *abnormal return* tersebut diduga terdapat banyaknya informasi yang diterima pasar baik yang bersifat positif dan negatif terhadap pengumuman perubahan *core business*. Keadaan tersebut dinilai investor sebagai kondisi yang membingungkan. Namun demikian keadaan tersebut tidak direspon investor dengan kepanikan, hal ini terlihat dengan penurunan rata-rata *abnormal return* yang wajar (yaitu dengan tidak terdapatnya negatif rata-rata *abnormal return*). Kemudian menginjak hari kedua (t-2) dan hari pertama (t-1) sebelum pengumuman perubahan *core business*, pasar kembali memberi respon yang

positif yaitu dengan kenaikan rata-rata *abnormal return* dari 2.28% menjadi 6.83%. Kondisi seperti ini dapat memberi angin segar bagi investor sehingga dapat memacu untuk melakukan aksi beli saham. Dan kenaikan tersebut terjadi sampai pada hari pertama ( $t+1$ ) setelah pengumuman perubahan *core business*. Kemudian pada hari pertama ( $t+1$ ) hingga hari ketiga ( $t+3$ ) setelah pengumuman perubahan *core business* terdapat kecenderungan penurunan rata-rata *abnormal return*, hal ini berarti bahwa pasar merespon informasi perubahan *core business* ini dengan analisis yang bersifat negatif.

Dari analisis data diatas maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia merespon pengumuman perubahan *core business* periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business* sebagai sinyal yang positif bagi investor.

Dengan adanya pemendekan waktu pengamatan tersebut, terlihat bahwa ketiga periode pengamatan tersebut mempunyai pola perilaku perubahan harga yang sama dan terlihat pula dengan adanya kesamaan signifikansi positif *abnormal return* pada hari ketiga ( $t-3$ ) sebelum pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=10\%$ ) dan signifikansi positif *abnormal return* pada hari pertama ( $t+1$ ) sebelum pengumuman perubahan *core business* ( $\alpha=5\%$ ). Dilihat dari kesamaan tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa pengumuman perubahan *core business* dinilai oleh pasar sebagai informasi yang memberi sinyal positif dan kecepatan reaksi pasar

dalam menyerap informasi perubahan *core business* tersebut adalah lambat (signifikansi *abnormal return* pada  $t+1$ ), karena informasi perubahan *core business* mungkin cukup lama untuk dievaluasi oleh investor. Oleh karena investor mungkin masih membutuhkan informasi yang lain seputar perubahan *core business*.

## 5.2. Pengujian Hipotesis II

Hipotesis kedua dari penelitian ini adalah untuk mengetahui perbedaan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*. Dalam pembahasan pada hipotesis II ini, akan dibagi menjadi tiga periode pengamatan yaitu pertama, selama 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, kedua selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, ketiga selama 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Maksud dari pemendekan periode pengamatan tersebut adalah untuk mengetahui kecepatan dari reaksi pasar untuk menyerap informasi perubahan *core business*. Selain itu juga akan dianalisis perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business* untuk tiap-tiap emiten.



### 5.2.1. Periode Pengamatan 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business*

Hasil analisis statistik terhadap perbedaan rata-rata *abnormal return* 10 hari sebelum dan sesudah 10 hari pengumuman perubahan *abnormal return* emiten yang diamati disajikan pada tabel 5.4.

**Tabel 5.4. Hasil Uji Beda Rata-rata *Abnormal Return* Periode 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

Kejadian yang diuji	Hasil Statistik
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i>	2-Tailed P = 0.445 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Bumi Modern	2-Tailed P = 0.878 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Asuransi Lippo Life	2-Tailed P = 0.575 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Mandiri Intifinance	2-Tailed P = 0.037 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan

Sumber : Hasil diolah

Berdasarkan pada tabel 5.4. diatas dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* secara keseluruhan emiten tidak terdapat perbedaan signifikansi, tetapi untuk tiap-tiap emiten terdapat perbedaan signifikansi yaitu pada emiten Mandiri Intifinance. Tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* 10 hari setelah dan 10 hari sebelum pengumuman perubahan *core business* disebabkan oleh dua hal yaitu : pertama, pengamatan 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman perubahan *core business* tersebut sudah diantisipasi oleh pasar jauh-jauh hari sebelumnya, sehingga rata-rata *abnormal return* 10 hari sebelum dan 10

hari setelah secara statistik adalah nol. Kedua, informasi yang tersedia diserap dengan baik oleh pasar sehingga pasar cenderung melakukan penyesuaian terhadap perkembangan informasi/ pengumuman perubahan *core business*, baik 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman perubahan *core business*. Karena informasi tersebar dengan baik dan merata sehingga tidak ada informasi yang dapat mempengaruhi pasar. Informasi tersebut tercermin dalam pergerakan harga saham di pasar modal yang menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung tidak berbeda 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman perubahan *core business*.

Terdapatnya perbedaan yang signifikan pada emiten Mandiri Intifinance dapat disebabkan karena informasi pengumuman perubahan *core business* diterima oleh pasar saat ( $t=0$ ) terjadinya pengumuman itu dipublikasikan. Dengan kata lain bahwa informasi perubahan *core business* 10 hari sebelum ( $t-10$  sampai  $t-1$ ) diumumkan kepada publik tidak ada kebororan informasi perubahan *core business*. Dan setelah ( $t+1$  sampai  $t+10$ ) pengumuman perubahan *core business* itu telah diterima oleh pasar, segera pasar merespon pengumuman tersebut sebagai berita yang baik yang tercermin dengan pergerakan peningkatan harga saham sesuai dengan keyakinan dan harapan pasar terhadap pengumuman perubahan *core business*. Sehingga pergerakan harga saham 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman secara statistik mempunyai perbedaan yang signifikan.

Perbedaan yang signifikan tersebut berarti bahwa pengumuman perubahan *core business* pada emiten Mandiri Intifinance, dinilai oleh investor sebagai preferensi dalam pengambilan keputusan investasi.

5.2.2. Periode Pengamatan 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah  
Pengumuman Perubahan *Core Business*

Hasil analisis statistik terhadap perbedaan rata-rata *abnormal return* 5 hari sebelum dan sesudah 5 hari pengumuman perubahan *abnormal return* emiten yang diamati disajikan pada tabel 5.5.

Tabel 5.5. Hasil Uji Beda Rata-rata *Abnormal Return*  
Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah  
Pengumuman Perubahan *Core Business*

Kejadian yang diuji	Hasil Statistik
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i>	2-Tailed P = 0.500 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Bumi Modern	2-Tailed P = 0.225 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Asuransi Lippo Life	2-Tailed P = 0.345 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Mandiri Intifinance	2-Tailed P = 0.080 < $\alpha$ = 0.10 Signifikan

Sumber : Hasil diolah

Berdasarkan pada tabel 5.5. diatas dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* secara keseluruhan emitan tidak terdapat perbedaan signifikansi, tetapi untuk tiap-tiap emiten terdapat perbedaan signifikansi yaitu pada emiten Mandiri Intifinance. Tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* 5 hari setelah dan 5 hari sebelum

pengumuman perubahan *core business* disebabkan oleh dua hal yaitu : pertama, pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman perubahan *core business* tersebut sudah diantisipasi oleh pasar jauh-jauh hari sebelumnya, sehingga rata-rata *abnormal return* 5 hari sebelum dan 5 hari setelah secara statistik adalah nol. Kedua, informasi yang tersedia diserap dengan baik oleh pasar sehingga pasar cenderung melakukan penyesuaian terhadap perkembangan informasi/ pengumuman perubahan *core business*, baik 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman perubahan *core business*. Karena informasi tersebar dengan baik dan merata sehingga tidak ada informasi yang dapat mempengaruhi pasar. Informasi tersebut tercermin dalam pergerakan harga saham di pasar modal yang menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung tidak berbeda 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman perubahan *core business*.

Terdapatnya perbedaan yang signifikan pada emiten Mandiri Intifinance dapat disebabkan karena informasi pengumuman perubahan *core business* diterima oleh pasar saat ( $t=0$ ) terjadinya pengumuman itu dipublikasikan. Dengan kata lain bahwa informasi perubahan *core business* 5 hari sebelum ( $t-5$  sampai  $t-1$ ) diumumkan kepada publik tidak ada kebororan informasi perubahan *core business*. Dan setelah ( $t+1$  sampai  $t+5$ ) pengumuman perubahan *core business* itu telah diterima oleh pasar, segera pasar merespon pengumuman tersebut sebagai berita yang baik yang

tercermin dengan pergerakan peningkatan harga saham sesuai dengan keyakinan dan harapan pasar terhadap pengumuman perubahan *core business*. Sehingga pergerakan harga saham 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman secara statistik mempunyai perbedaan yang signifikan. Perbedaan yang signifikan tersebut berarti bahwa pengumuman perubahan *core business* pada emiten Mandiri Intifinance, dinilai oleh investor sebagai preferensi dalam pengambilan keputusan investasi.

### 5.2.3. Periode Pengamatan 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business*

Hasil analisis statistik terhadap perbedaan rata-rata *abnormal return* 3 hari sebelum dan sesudah 3 hari pengumuman perubahan *abnormal return* emiten yang diamati disajikan pada tabel 5.6.

**Tabel 5.6. Hasil Uji Beda Rata-rata *Abnormal Return* Periode 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

Kejadian yang diuji	Hasil Statistik
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i>	2-Tailed P = 1.000 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Bumi Modern	2-Tailed P = 1.000 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Asuransi Lippo Life	2-Tailed P = 0.109 > $\alpha$ = 0.05 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata <i>abnormal return</i> sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Mandiri Intifinance	2-Tailed P = 0.109 > $\alpha$ = 0.10 Tidak Signifikan

Sumber : Hasil diolah

Berdasarkan pada tabel 5.6. diatas dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* secara keseluruhan emitan tidak terdapat perbedaan signifikansi. Tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* 3 hari setelah dan 3 hari sebelum pengumuman perubahan *core business* disebabkan oleh dua hal yaitu : pertama, pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari setelah pengumuman perubahan *core business* tersebut sudah diantisipasi oleh pasar jauh-jauh hari sebelumnya, sehingga rata-rata *abnormal return* 3 hari sebelum dan 3 hari setelah secara statistik adalah nol. Kedua, informasi yang tersedia diserap dengan baik oleh pasar sehingga pasar cenderung melakukan penyesuaian terhadap perkembangan informasi/ pengumuman perubahan *core business*, baik 3 hari sebelum dan 3 hari setelah pengumuman perubahan *core business*. Karena informasi tersebar dengan baik dan merata sehingga tidak ada informasi yang dapat mempengaruhi pasar. Informasi tersebut tercermin dalam pergerakan harga saham di pasar modal yang menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung tidak berbeda 3 hari sebelum dan 3 hari setelah pengumuman perubahan *core business*.

Dengan pemendekan periode pengamatan maka dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan emitan tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return*. Sehingga hasil statistik ini dapat memperkuat dugaan bahwa pengumuman perubahan *core business* telah bocor sebelum pengumuman perubahan *core business* ini dipublikasikan. Sehingga pasar

sudah mengantisipasi pengumuman tersebut sebagai pertimbangan pengambilan keputusan investasi. Selain itu ditemukan adanya hasil perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada emiten Mandiri Intifinance untuk periode pengamatan (t-10 sampai t-10) dan (t-5 sampai t-5). Tetapi pada periode pengamatan (t-3 sampai t-3) tidak ditemukannya perbedaan yang signifikan, hal ini menandakan bahwa pada pergerakan harga saham 3 hari sebelum dan 3 hari sebelum belum mampu memberikan pertimbangan keputusan investasi bagi investor. Karena perubahan *core business* ini dinilai masih membutuhkan informasi lain yang penting bagi investor untuk menambah kepercayaan investor terhadap *corporate action* perusahaan Mandiri Intifinance. Melihat semakin panjangnya periode pengamatan dan semakin signifikannya rata-rata *abnormal return* (periode t-5 sampai t+5 signifikan 10% dan periode t-10 sampai t+10 signifikan 5%), maka dapat ditarik kesimpulan bahwa pengumuman perubahan *core business* ini dinilai investor sebagai informasi yang mungkin cukup lama untuk dievaluasi sehingga pasar bereaksi lambat setelah menerima pengumuman perubahan *core business*.

### 5.3. Pengujian Hipotesis III

Hipotesis ketiga dari penelitian ini adalah untuk mengetahui perbedaan antara aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*. Dalam pembahasan pada hipotesis III ini, akan

dibagi menjadi tiga periode pengamatan yaitu pertama, selama 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, kedua selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*, ketiga selama 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Maksud dari pemendekan periode pengamatan tersebut adalah untuk mengetahui kecepatan dari reaksi pasar untuk menyerap informasi perubahan *core business*. Selain itu juga akan dianalisis perbedaan aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business* untuk tiap-tiap emiten.

#### **5.3.1. Periode Pengamatan 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

Hasil analisis statistik terhadap perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan 10 hari sebelum dan sesudah 10 hari pengumuman perubahan aktivitas volume perdagangan emiten yang diamati disajikan pada tabel 5.7 dan tabel 5.8 pada halaman berikut.



**Tabel 5.7. Hasil Uji Beda Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Periode 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

Kejadian yang diuji	Hasil Statistik
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i>	2-Tailed P = 0.005 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Bumi Modern	2-Tailed P = 0.013 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Asuransi Lippo Life	2-Tailed P = 0.017 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Mandiri Intifinance	2-Tailed P = 0.007 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan

Sumber : Hasil diolah

Berdasarkan pada tabel 5.7. diatas dapat dilihat bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan baik secara keseluruhan emitan dan tiap-tiap emiten terdapat perbedaan signifikansi. Nilai rata-rata aktivitas volume perdagangan pada tabel 5.8 menunjukkan adanya peningkatan setelah periode pengumuman (t+1 sampai t+10) dibandingkan dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman perubahan *core business* (t-10 sampai t-1), baik secara keseluruhan emiten maupun tiap-tiap emiten.

Peningkatan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham ini mempunyai arti sebagai akibat peningkatan permintaan (*demand*) , karena pengumuman perubahan *core business* direspon oleh pasar sebagai informasi yang positif (*good news*).

UPT-PUSTAK-UNINDP

**Tabel 5.8. Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan  
Periode 10 hari Sebelum dan 10 hari Sesudah  
Pengumuman Perubahan *Core Business***

t	Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan (TVA)			Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Keseluruhan Emiten
	Bumi Modern	Asuransi Lippo Life	Mandiri Intifinance	
	(BUMI)	(LPLI)	(MITI)	
-10	0.08%	0.19%	1.55%	0.61%
-9	0.94%	1.00%	0.69%	0.88%
-8	0.00%	3.39%	2.03%	1.81%
-7	0.08%	2.03%	1.68%	1.26%
-6	0.51%	3.18%	0.61%	1.43%
-5	0.02%	1.97%	2.46%	1.49%
-4	0.50%	1.37%	1.29%	1.05%
-3	1.86%	0.70%	3.51%	2.02%
-2	3.61%	0.39%	13.75%	5.92%
-1	2.27%	0.61%	6.95%	3.28%
rata-rata (t-10 s/d t-1)	0.99%	1.48%	3.45%	1.97%
0	2.10%	0.35%	11.53%	4.66%
1	7.70%	6.69%	33.64%	16.01%
2	5.18%	6.71%	28.57%	13.49%
3	2.61%	9.72%	8.74%	7.02%
4	1.53%	9.62%	3.03%	4.73%
5	0.97%	3.74%	2.45%	2.39%
6	0.44%	9.28%	3.38%	4.37%
7	1.86%	0.26%	4.84%	2.32%
8	1.29%	3.80%	3.01%	2.70%
9	0.91%	1.49%	0.86%	1.09%
10	0.77%	4.37%	1.77%	2.30%
rata-rata (t+1 s/d t+10)	2.33%	5.57%	9.03%	5.64%

Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

### 5.3.2. Periode Pengamatan 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business*

Hasil analisis statistik terhadap perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan 5 hari sebelum dan sesudah 5 hari pengumuman perubahan aktivitas volume perdagangan emiten yang diamati disajikan pada tabel 5.9 dan tabel 5.10.

**Tabel 5.9. Hasil Uji Beda Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

Kejadian yang diuji	Hasil Statistik
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i>	2-Tailed P = 0.043 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Bumi Modern	2-Tailed P = 0.043 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Asuransi Lippo Life	2-Tailed P = 0.043 < $\alpha$ = 0.05 Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Mandiri Intifinance	2-Tailed P = 0.080 < $\alpha$ = 0.10 Signifikan

Sumber : Hasil diolah

Berdasarkan pada tabel 5.9 diatas dapat dilihat bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan baik secara keseluruhan emitan dan tiap-tiap emiten terdapat perbedaan signifikansi. Nilai rata-rata aktivitas volume perdagangan pada tabel 5.10 menunjukkan adanya peningkatan setelah periode pengumuman (t+1 sampai t+5) dibandingkan dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman perubahan *core business* (t-5 sampai t-1), baik secara keseluruhan emiten maupun tiap-tiap emiten.

**Tabel 5.10. Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan  
Periode 5 hari Sebelum dan 5 hari Sesudah  
Pengumuman Perubahan *Core Business***

t	Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan (TVA)			Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Keseluruhan Emiten
	Bumi Modern	Asuransi Lippo Life	Mandiri Intifinance	
	(BUMI)	(LPLI)	(MITI)	
-5	0.02%	1.97%	2.46%	1.49%
-4	0.50%	1.37%	1.29%	1.05%
-3	1.86%	0.70%	3.51%	2.02%
-2	3.61%	0.39%	13.75%	5.92%
-1	2.27%	0.61%	6.95%	3.28%
Rata-rata (t-5 s/d t-1)	1.65%	1.01%	5.59%	2.75%
0	2.10%	0.35%	11.53%	4.66%
1	7.70%	6.69%	33.64%	16.01%
2	5.18%	6.71%	28.57%	13.49%
3	2.61%	9.72%	8.74%	7.02%
4	1.53%	9.62%	3.03%	4.73%
5	0.97%	3.74%	2.45%	2.39%
Rata-rata (t+1 s/d t+5)	3.60%	7.30%	15.29%	8.73%

Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

Peningkatan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham ini mempunyai arti sebagai akibat peningkatan permintaan (*demand*) , karena pengumuman perubahan *core business* direspon oleh pasar sebagai informasi yang positif (*good news*).

### 5.3.3. Periode Pengamatan 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business*

Hasil analisis statistik terhadap perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan 3 hari sebelum dan sesudah 3 hari pengumuman perubahan aktivitas volume perdagangan emiten yang diamati disajikan pada tabel 5.11 dan tabel 5.12 .

**Tabel 5.11. Hasil Uji Beda Rata-rata Aktivitas VolumePerdagangan Periode 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah Pengumuman Perubahan *Core Business***

Kejadian yang diuji	Hasil Statistik
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i>	2-Tailed P = 0.109 > $\alpha$ = 0.10 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Bumi Modern	2-Tailed P = 0.109 > $\alpha$ = 0.10 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Asuransi Lippo Life	2-Tailed P = 0.109 > $\alpha$ = 0.10 Tidak Signifikan
Perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan <i>core business</i> pada Emiten Mandiri Intifinance	2-Tailed P = 0.109 > $\alpha$ = 0.10 Tidak Signifikan

Sumber : Hasil diolah

Berdasarkan pada tabel 5.11 diatas dapat dilihat bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan baik secara keseluruhan emiten dan tiap-tiap emiten tidak terdapat perbedaan signifikansi. Walaupun ditunjukkan pada tabel 5.12 tampak adanya peningkatan rata-rata aktivitas volume perdagangan setelah pengumuman perubahan *core business* (t+1 sampai t+3) dibandingkan dengan sebelum perubahan *core business* (t-3. sampai t-1). Namun ternyata peningkatan permintaan saham setelah

pengumuman perubahan *core business* secara statistik adalah sama dengan permintaan saham sebelum pengumuman perubahan *core business*.

**Tabel 5.12. Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan  
Periode 3 hari Sebelum dan 3 hari Sesudah  
Pengumuman Perubahan *Core Business***

t	Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan (TVA)			Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Keseluruhan Emiten
	Bumi Modern	Asuransi Lippo Life	Mandiri Intifinance	
	(BUMI)	(LPLI)	(MITI)	
-3	1.86%	0.70%	3.51%	2.02%
-2	3.61%	0.39%	13.75%	5.92%
-1	2.27%	0.61%	6.95%	3.28%
Rata-rata (t-3 s/d t-1)	2.58%	0.57%	8.07%	3.74%
0	2.10%	0.35%	11.53%	4.66%
1	7.70%	6.69%	33.64%	16.01%
2	5.18%	6.71%	28.57%	13.49%
3	2.61%	9.72%	8.74%	7.02%
Rata-rata (t+1 s/d t+3)	5.16%	7.71%	23.65%	12.17%

Sumber : Database Bursa Efek Jakarta Januari 1999 – Januari 2000

Hasil uji beda rata-rata aktivitas volume perdagangan periode 3 hari sebelum dan 3 hari setelah pengumuman perubahan *core business* ini, sesuai dengan hasil uji beda rata-rata *abnormal return* pada periode yang sama. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode 3 hari sebelum dan 3 hari setelah pengumuman perubahan *core business*, ternyata pasar belum menggunakan informasi perubahan *core business* sebagai pertimbangan pengambilan keputusan investasi. Dan dengan semakin panjangnya periode

pengamatan (event period), semakin memperkuat dugaan bahwa pengumuman perubahan *core business* dinilai pasar sebagai informasi yang membutuhkan informasi lain yang dapat meyakinkan pasar akan perubahan *core business* tersebut. Walaupun pada kenyataannya bahwa pada tiga periode pengamatan tersebut terdapatnya adanya kebocoran informasi sebelum pengumuman perubahan *core business* itu dipublikasikan, tapi secara umum pengumuman perubahan *core business* oleh pasar direspon sebagai berita yang positif (*good news*) dalam pengambilan keputusan investasi dan jika dilihat dari kecepatan pasar modal untuk menyerap informasi perubahan *core business* maka dapat dikatakan pasar meresponnya dengan lambat. Keterlambatan penyerapan informasi ini dapat disebabkan karena banyaknya informasi yang beredar di sekitar pengumuman perubahan *core business* dan juga karena investor ingin melihat secara nyata kesungguhan emiten untuk merubah *core business*, apakah benar-benar memberikan keuntungan yang diharapkan investor di masa mendatang.

#### 5.4. Implikasi Manajemen

Pengumuman perubahan *core business* yang dikeluarkan oleh pihak manajemen akan direspon oleh pasar melalui pergerakan harga yang tercermin adanya *abnormal normal* dan melalui aktivitas volume perdagangan. Seperti pada kesimpulan yang telah dibahas diatas, maka

*corporate action* yang telah dilakukan oleh emiten pada periode Januari 1999 sampai Januari 2000 ini, telah memberikan pengaruh yang positif terhadap pergerakan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham. Hal ini berarti pasar menerima pengumuman perubahan *core business* ini dengan harapan dan kepercayaan bahwa perusahaan yang merubah *core business* ini mampu meningkatkan kinerja perusahaannya dimasa depan sehingga pada akhirnya dapat meningkatkan nilai pasar dan kesejahteraan manajemen. Oleh karena itu perubahan *core business* ini dapat dijadikan strategi perusahaan sebagai alternatif penciptaan nilai bagi pemegang saham.



## BAB VI

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 6.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah pengumuman perubahan *core business* berpengaruh terhadap pasar modal. Reaksi pasar modal diuji dengan mengamati *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*) melalui metode *event study*. Setelah melakukan serangkaian pengujian terhadap sampel yang dipilih, maka diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Berdasar pada pembuktian hipotesis I mengenai apakah investor memperoleh *abnormal return* di sekitar pengumuman perubahan *core business*, didapatkan hasil bahwa terdapat positif *abnormal return* pada hari ketiga (t-3) sebelum pengumuman perubahan *core business* dan pada hari pertama (t+1) setelah pengumuman perubahan *core business*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pengumuman perubahan *core business* itu dinilai oleh investor sebagai berita yang baik (*good news*). Adanya *abnormal return* pada hari ketiga sebelum pengumuman perubahan *core business* menunjukkan bahwa telah terdapat kebocoran informasi sebelum pengumuman perubahan *core business* dipublikasikan. Dan jika dilihat kecepatan reaksi pasar dalam menyerap informasi

perubahan *core business* dapat dikatakan bahwa pasar bereaksi dengan lambat (signifikansi *abnormal return* pada  $t+1$ ), karena informasi perubahan *core business* mungkin cukup lama untuk dievaluasi oleh investor. Oleh karena investor mungkin masih membutuhkan informasi yang lain seputar perubahan *core business*.

2. Berdasar pada pembuktian hipotesis II mengenai apakah terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*, didapatkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada pengujian rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman perubahan *core business* pada tiga periode pengamatan yaitu, pertama selama 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman perubahan *core business*, kedua selama 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman perubahan *core business* dan ketiga selama 3 hari sebelum dan 3 hari setelah pengumuman perubahan *core business*. Hal ini sesuai dengan hasil hipotesis pertama, yaitu telah terjadi adanya kebocoran informasi perubahan *core business* sebelum diumumkan kepada publik, sehingga rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman perubahan *core business* secara statistik adalah sama dengan rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman perubahan *core business*.

Dan didapatkan pula hasil bahwa hanya emiten Mandiri Intifinance saja yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal*

*return* sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business* pada periode 10 hari sebelum dan 10 hari sesudah pengumuman perubahan *core business* dan pada periode 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*. Hal ini berarti bahwa informasi perubahan *core business* pada emiten Mandiri Intifinance belum diantisipasi sebelumnya oleh investor, sehingga pergerakan harga saham sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business* secara statistik mempunyai perbedaan yang signifikan. Perbedaan yang signifikan tersebut menunjukkan bahwa pengumuman perubahan *core business* pada emiten Mandiri Intifinance, dinilai oleh investor sebagai preferensi dalam pengambilan keputusan investasi.

3. Berdasar pada pembuktian hipotesis III mengenai apakah terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman perubahan *core business*, didapatkan hasil bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata aktivitas volume perdagangan pada periode 10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman perubahan *core business* dan pada periode 5 hari sebelum dan 5 hari setelah pengumuman perubahan *core business*, baik secara keseluruhan emiten maupun per emiten. Hal ini menandakan bahwa pada periode 3 hari sebelum dan 3 hari setelah pengumuman perubahan *core business*, pasar masih membutuhkan adanya informasi yang lebih mendetail mengenai perubahan *core business*, oleh karena itu

secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata aktivitas volume perdagangan pada periode 3 hari sebelum dan 3 hari sebelum pengumuman perubahan *core business*. Hal ini sesuai dengan hasil pada hipotesis I yaitu terdapat *abnormal return* pada hari pertama ( $t+1$ ) setelah pengumuman perubahan *core business* dan hasil pada hipotesis II yaitu tidak signifikannya rata-rata *abnormal return* pada periode 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman perubahan *core business*.

4. Secara umum, dapat dikatakan bahwa perubahan *core business* ini oleh pasar dapat dijadikan sebagai pertimbangan pengambilan keputusan investasi, karena pengumuman perubahan *core business* adalah merupakan informasi positif sehingga dinilai sebagai berita yang baik (*good news*) dan kecepatan reaksi pasar dalam menyerap informasi perubahan *core business* adalah lambat

## 6.2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan diatas, maka saran yang diajukan pada penelitian ini adalah :

1. Bagi investor pasar modal di Indonesia, kesimpulan dari penelitian ini diharapkan dapat menjadikan pertimbangan pengambilan keputusan investasi bahwa pengumuman perubahan *core business* dapat memberikan *abnormal return*.

2. Bagi peneliti lain yang ingin membuat penelitian yang sejenis, dapat dilakukan penelitian dengan survey motivasi manajemen dalam melakukan perubahan *core business*. Dengan survey motivasi ini dapat diketahui apa sebenarnya yang diharapkan manajemen setelah melakukan perubahan *core business*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ambar Woro Hastuti dan Bambang Sudibyo (1998), ***"Pengaruh Publikasi Laporan Arus Kas terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta,"*** Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol.1, No.2, hal 239- 254.
- Arif Budiarto dan Zaki Baridwan (1999), ***"Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994 – 1996,"*** Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol.2, No.1, hal 91-116.
- Below, Scott D. dan Johnson, Keith H. (1996), ***"An Analysis Of Shareholder Reaction To Dividend Announcements In Bull and Bear Markets,"*** Journal Of Financial and Strategic Decisions, Vol. 9, No.3, pp 15 – 26.
- Cooper, Donald R. and Emory C. William (1995) ***"Business Research Methods"***, Richard D. Irwin, Inc.
- Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), ***"Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia"*** PT. Bursa Efek Jakarta, Jakarta.
- Francis, Jack Clark (1986), ***"Investment"***, McGraw-Hill, Inc, Singapore.

- Hall, Pamela L. dan Rieck, Robin (1998), ***"The Effect Of Positive Social Actions On Shareholder Wealth,"*** Journal Of Financial and Strategic Decisions, Vol. 11, No.2, pp 83 – 89.
- Jogiyanto H.M (1998), ***"Teori Portofolio Dan Analisis Investasi,"*** BPFE, Yogyakarta.
- J. Supranto (1994), ***"Statistik Teori dan Aplikasi,"*** Erlangga, Jakarta
- Mamduh M Hanafi, Suad Husnan, dan Amin Wibowo (1996), ***"Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan,"*** KELOLA Gadjah Mada University Business Review, Vol.5 No.11, MM UGM, Yogyakarta, hal. 110 – 125.
- Marwan Asri Suryawijaya dan Faizal Arief Setiawan (1998), ***"Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996),"*** Kelola No.18/VII/1998, hal. 137 – 153.
- Muhammad Fendi Susiyanto (1999), ***"The Impact of Bank Restructuring Announcement On The Banking Stock Prices :The Cases of Indonesia's Banking Reforms on March 13, 1999, and The Issuance of Government Bond on May 28, 1999,"*** Gadjah Mada International Journal of Business, September 1999, Vol.1, No.2, pp 37-67.
- Salvatore, Dominick (1989), ***"Managerial Economics,"*** McGraw-Hill, Inc, Singapore.

- Statman, Meir dan Sepe, James F., (1989) ***“Project Termination Announcements and the Market Value of the Firm,”*** Financial Management, Winter 1989, pp 74 – 81.
- Suad Husnan (1984), ***“Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas di Pasar Modal”***, BPFE, Yogyakarta.
- Su Han Chan, Gau ,George W. dan Ko Wang (1995), ***“Stock Market Reaction to Capital Investment Decisions: Evidence from Business Relocation,”*** Journal Of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 30, No. 1, pp. 81 – 100.
- Syahrul, Muhammad Afdi Nisan, Ardiyos (2000), ***“Kamus Lengkap Ekonomi, Istilah-Istilah Akuntansi, Keuangan dan Investasi”*** Citra Harta Prima, Jakarta.